全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 客佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：95821808 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们是重量级的投资专家，
无论过去，现在，还是未来，
他们都一直会左右着世界投资市场的趋向



巅峰投资家

〔英〕詹姆斯·莫顿（James Morton）著 杨晴川 译

INVESTING with the GRAND MASTERS



中央编译出版社
CCTP CENTRAL COMPILATION & TRANSLATION PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ微信：78218888 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



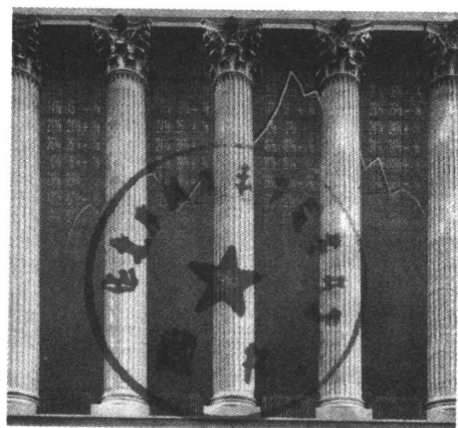
206492632

F835
Z052

巅峰投资家

〔英〕詹姆斯·莫顿（James Morton）著
杨晴川 译

F835
Z052



INVESTING *with the* GRAND MASTERS



中央编译出版社
CENTRAL COMPILATION & TRANSLATION PRESS

649263

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

京权图字 01－2003－3450

All Rights Reserved. Authorized translation from the English language edition published by
© Pearson Education Limited 1998.
本书业经 Pearson Limited 授权，由中央编译出版社独家出版中文版本
非经书面许可　禁止任何形式的转载、复制或摘录

图书在版编目(CIP)数据

巅峰投资家/(英)莫顿著；杨晴川译，
－北京：中央编译出版社，2004.5
ISBN 7-80109-897-8

Ⅰ. 巅…
Ⅱ. ①莫… ②杨…
Ⅲ、投资—经验—英国
Ⅳ. F835.614.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 043540 号

巅峰投资家

出版发行：中央编译出版社
地　　址：北京西城区西直门内冠英园西区 22 号(100035)
电　　话：66560272(编辑部)　66560273　66560299(发行部)
h t t p：//www.cctp.com.cn
E－mail：edit@cctpbook.com
经　　销：全国新华书店
印　　刷：北京瑞达方舟印务有限公司
开　　本：787×1092 毫米　1/16
字　　数：383 千字
印　　张：27.875
版　　次：2004 年 6 月第 1 版第 1 次印刷
定　　价：45.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各界对本书的赞誉

本书用清楚、明白的方式，对投资技术进行了价值难以衡量的诠释。在过去的数十年中，事实已经证明了这些技术的巨大价值。

——罗宾·艾斯皮内尔 澳大利亚国家银行财政学家

本书生动形象地描述了这些英国最卓越的投资大师的思想，同时，它也囊括了大量的投资建议。

——阿里克斯·邦斯 SBC Warburg

这些权威的评论，迸发着分析主义的火花。通过对这些巅峰投资家的专访，本书为读者展现出大量的新颖思想。

——唐·邦廷 投资战略专家 马塞逊安全机构

作为一名证券行业的经纪人，我曾经与本书介绍的多位大师一同工作。我发现，莫顿在这部书中令人惊讶地保留了这些大师们的风范。不管你是否是一位积极的投资者，并且正在为使自己的投资组合获得最大的回报而孜孜以求，也不管是否你正在依赖他人来帮助你管理自己的投资组合，阅读本书都可以使你在管理自己的存款时，增进投资决策的质量。

——戴维·克林 威廉姆斯·冯·布罗公司

本书囊括了顶尖投资专家的精髓和实践技巧。

——克里斯·吉尔克瑞斯特 《IRS 报道》“投资通讯”栏目编辑

在这个投资机会不断变化的时代，投资经理人的角色变得日趋重要。这一点，在《巅峰投资家》中得到了进一步地证明。

——马克·汗德逊 PGC 公司的董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论对投资新手，还是对资深投资人，本书都可以为他提供极大的帮助。本书的若干结论都具有特别的价值。

——朱丽亚·特瑞戈 AVD 咨询公司执行经理

最后，本书可以促使个人投资者向基金经理人询问一些聪明的问题。

——贾斯廷·U. 斯图尔特 巴克雷经纪公司商务计划经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

毋庸置疑，一本这种类型的书完全可以由一个人单独完成，但其他人的帮助也是不可或缺的。在此，我想特别感谢我的妻子埃伦。长期以来，我把家中的厨房当作书房，并占用了无数个周末和夜晚一本接一本地写书，但她都忍受了下来。她的宽宏大度和不断鼓励一直支持着我，成为我最大的力量来源。

皮特曼出版公司的同仁为此书的出版做了大量工作，尤其是我的出版人理查德·斯塔格。他是为此书提供改进意见和新鲜创意的源泉。克莱尔·鲍威尔和西尔维娅·纳什为反复修改书稿付出了长期而艰苦的努力。我还想感谢切尔弗顿地产公司总经理马休·卡蒂西尔，他为我完成此书提供了实质性的帮助。最后，我还想感谢帮助我完成《巅峰投资家》的其他6位人士，他们是：

海外和殖民地投资信托董事 威廉·埃克尔斯

福希耶合伙公司财务主管 克里斯托弗·福希特

丘比特·廷德尔公司董事 查德·P. 皮斯

福希耶合伙公司董事 迈克尔·罗林

吉尼斯·马洪企业财务公司总经理 克里斯托弗·斯坦福斯

摩根－格伦费尔资产管理公司投资管理主管 德维纳·沃尔特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序　言

对投资行业而言，两年是一段漫长的时间。如果你观察一下证券交易所的显示屏，你就会发现，对于瞬息万变的价格走势而言，两小时有时就好像“永恒”一样遥遥无期。所幸的是，《巅峰投资家》面向的读者是投资者而不是交易商。

尽管一种股票、债券或货币的价格可以在几分钟内发生剧烈的波动，但价值的变化却要缓慢得多，而那些久经考验的估价方法则基本保持不变。尽管许多人不这么认为，但市场的反复无常实际上确实对投资者有利。因为市场越是变化不定，市场价格和真实价值之间的差距就越大，也就越能转化为具有吸引力的投资机遇。

与两年前相比，当我们再次观察英国顶级投资大师这一群体时，就会发现，在近来的市场动荡时期中，他们的理财方式几乎无一例外地都有完美的表现。这非常令人振奋。如果某位读者当初采用了这些投资大师的投资策略，那么，他就很可能会在投资方面取得优异的战绩。两年来，这些投资大师在激烈的市场竞争中始终保持着出色的业绩，并使相关的市场基准相形见绌。

不管再过两年、十年还是二十年，这些大师们的投资策略都将经久不衰：

- 约翰·阿米蒂奇做市场分析时，第一件事就是要看一看投资对象公司有没有一个强有力的管理层。这种做法可谓一针见血。
- 安东尼·博尔顿一直在供给和需求之间寻找长期变化趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势。这一策略不断地帮助他避免损失，并使他得以在企业重组浪潮来临时在各个领域挑选出优秀的投资对象。

- 彼得·埃弗雷顿主张紧随市场的资金流动趋势。这一策略的效果在欧洲的上升市场和亚洲的螺旋型下降市场中都得到证实。
- 霍华德·弗莱特对国际资金流动的关注也取得了同样的成果。
- 科林·麦克莱恩采取跟随现金和避开债务的策略，这使他能够从良好的长期投资和漂亮的短期交易中获益。
- 尼尔斯·陶布善于收购最佳资产并识破国家间的价值差异，这使他总能比大众投资者和市场指标领先一步。

对于普通的投资者而言，上述策略及其背后的细枝末节在1996年市场情况相对较好时是一套有用的策略工具，在1998年也同样如此。在投资回报率呈现戏剧性变化的今天，这些策略的重要性也许较以往更为突出。

在本书第一版问世(1996年)以来的两年中，我们评出的这些英国顶级投资大师发生了什么样的变化？读者们一定对此十分关心。但不必担心，14个月后，读者们又会看到一本与本书非常相似的书籍，虽然它只描述了8位投资大师(本书介绍的是12位)，但其中有一半是本书重点介绍过的人物。这再一次肯定了我们当初评选英国投资行业顶尖人物时是具有先见之明的。

令人鼓舞的是，本书提到的绝大多数投资大师至今仍活跃于投资领域中，并不断取得新的成就。

- 埃杰顿公司的约翰·阿米蒂奇总是得益于置身正确的投资地点，尤其是欧洲大陆。我要重申一下，本书把他介绍给读者并非偶然，因为他能够准确地识破一些仍在发生中的重大变化，比如，趋同现象降低了正在加入欧元区的所有二级经济体的利率；他还认为，产业合理化对于投资价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有额外的帮助作用。而数据显示，他是正确的。他的基金回报率自成立之初增长了43%，而且1998年的回报率是世界平均指标的近一倍。他发现，欧洲大陆的企业已经开始改变策略，着手将重点放在所用资本回报率方面，并更多地听取股东意见。阿米蒂奇和企业界高级管理人员打交道已有多年，所以能够非常老道地区分哪些人是真心诚意的、哪些人只是对这一管理理念方面的根本性变化动动嘴皮子。

阿米蒂奇指出，欧洲企业之所以在服务领域管理得比较好，主要得益于如下几个方面：

- 持续削减成本；
- 合理安排行业混合比例；
- 更广泛地使用信息技术；
- 改善与股东的关系，进行更多的交流与沟通；重视股票回购，而不是股权发行。

阿米蒂奇比较关心价格评估水平，这体现在他1998年8月的一个投资组合上面。该组合的欠缺头寸超过15%，而净长期投资仅为65%。尽管如此，他还是认为，在通货膨胀率和债券回报率都很低的时期，人们必须在那些高质量、能够持续成长的企业身上投资。一家优质企业在20世纪80年代中期以12倍市盈率进行交易，这个价格在当时是便宜的。如果它目前的市盈率为20倍，相对而言也还算是一笔好买卖。阿米蒂奇的投资领域只涉及欧洲的赢利企业以及基本上尚未实施重组计划的行业——因此他现在仍然很喜欢意大利的电信公司。

- 尽管目前已是英国最大的20只基金之一，而且从不涉足业绩很好的蓝筹股，安东尼·博尔顿的富达特别形势基金还是继续在同类基金中率先取得了两位数的增长。在1998

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年7月前的两年中，富达特别形势基金取得了49%的回报率。同时，他经营的另一只基金——富达欧洲信托基金则取得了67%的回报率。这两只基金的长期复合预期年回报率一直保持在23.3%～24.4%之间。

博尔顿仍然相信，最好的价值能够在中小企业身上得到实现，并认为这种投资组合方式终将胜出一筹。他发现，目前中小企业的资产价格在某种程度上已经反映出衰退迹象，而且企业越小，衰退对企业资产价格造成的损害就越大。由此造成的企业相对估价差距意味着大企业能够在较高的溢价水平上对小企业进行非稀释性收购。因此，博尔顿1998年的投资活动一直把重点放在选择那些对其他企业具有吸引力的企业股票上，而不光只做廉价股。服务业和金融业继续成为他在欧洲投资的主要领域；而且，和阿米蒂奇一样，他也喜欢意大利的电信公司。

博尔顿投资活动有一个新特征：他开始关注那些在伦敦劳埃德保险市场做生意的投资信托公司。1998年6月，“有限”信托是富达特别形势基金最大的一项投资。博尔顿认为，这些信托公司在和保险公司交易时折价太多，因此价格将会回升。这种横向思维体现在他在比较行业估价时所采用的创造性方法上。

- 坐镇香港的彼得·埃弗雷顿1997年处于亚洲最大的一场经济衰退(亚洲金融风暴)的中心地带。当香港归还中国时，他对市场采取了一次明智的行动：在过去12个月里在恒生指数上作短期投资，并在东南亚其他地方做类似的买卖。他隐约感到，由于日本经济还将面临更多的问题，因此，亚洲经济复苏之路仍然漫长。对于亚洲市场的中期前景，埃弗雷顿认为，在私人资产和债务领域存在着不同寻常的价值。但他同时告诫个人投资者目前要远离这一领域。同时，他认为印度尼西亚和韩国的上市资产现在已基本全部崩盘。在亚洲重建金融市场，需要由专业投资家来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操作，同时还要理顺一些社会关系。

在东欧市场，埃弗雷顿遵循自己关于选择正确市场的名言，使他的丽晶基金成为首批进入东欧的国际投资先驱者之一。在那里，他设立了一系列国家基金。如今，埃弗雷顿看出了东欧股市过热的问题，于是他把早期收益变现，并更为积极地转向固定收入领域。这种资产配置方式使丽晶基金在过去12个月中同时成为俄罗斯和乌克兰的最佳基金。埃弗雷顿认为，现在东欧市场仍处于发育阶段，而根据目前该地区面临的危机来看，这一市场将在中期出现反弹，并同时使债券和股票产生具有吸引力的投资回报。他指出，在东欧投资必须要有耐心，而当街头出现流血事件时，就应该乘机低价买进股票。即使考虑到政治风险，从全球范围来看，东欧市场仍具有吸引力。

- 霍华德·弗莱特被证明具有先见之明，因为他准确地预测到全球新兴债券市场将出现通货紧缩，并正确地估计了低度通货膨胀对成熟市场利率和债券价值的影响。他还预见到日本经济将持续停滞不前。目前许多投资业内人士(如埃弗雷顿)认为，日本经济的停滞期将比原来预计的更长。在1997年亚洲金融危机爆发前，弗莱特适时降低了他的基金对亚洲股票的投资。虽然目前弗莱特对亚洲的投资权重设置仍然较低，但他对亚洲长期投资前景持非常乐观的态度。1996年8月~1998年9月，弗莱特的投资组合出现了一个显著变化：减少对美国资产的关注而转向重视欧洲资产。
- 1997年初，迈克尔·哈特结束了数十年辉煌的投资生涯，从海外和殖民地投资信托退休。在哈特带着他一生挣下的一大笔钱告老还乡前，他还在很短的时间内掌管过英国投资信托协会。目前，他经营过的主打基金——海外和殖民地投资信托基金继续在同类基金中保持领先。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 理查德·休斯在 1996 年很不走运，但在到 1998 年 3 月为止的 12 个月当中，他管理的 M&G 复苏基金重新走上了胜利之路，并取得高达 51% 的回报率。近两年来，他在投资策略上的最大变化就是“非工业化”。在过去的 18 个月中，休斯投资组合中的工业股权重由 33% 下降到 17%，因为他预见到英镑升值将会给工业领域造成问题。休斯还擅长从一些看似无用但基础良好的企业当中购入股份。这种技巧在企业发生并购时吸引了一些企业买家从他手中高价买走这些股份。因为这些买家看重的是长期价值，并愿意为此支付一些溢价。
- 莱昂纳德·利希特继续做着一名积极的私人投资者，同时他也入股格兰维尔·戴维斯公司(依格赖特基金的母公司)。只要他出现在某个公司的股东注册处，该公司的股价一准会上升。依靠选股高手的名气，他顺理成章地在广大个人投资者中吸引了许多追随者。1997 年，他买入戴维·格拉斯联合公司的重要头寸，并在不到 7 个月的时间里使投资回报率达到 53%。利希特也在进一步关注私人股票和风险投资领域。
- 和安东尼·博尔顿一样，科林·麦克莱恩也积极地对与劳埃德保险市场有关的信托公司进行大规模投资(乔治·索罗斯也曾这么做)。其中一些信托公司已经通过重组报答了他的信任。他同时认为 CLM 信托和新伦敦信托仍有更多价值可以挖掘。

麦克莱恩同时也进军真正的对冲基金领域。他通过集中关注价值对立面的方法，挑选出有吸引力的股票作短期投资。他成功地出售了英国生物科技公司、英国钢铁公司、丹卡公司和韦尔集团等股票，这也证明了他的投资策略在预测估价过高和估价过低时同样有效。他一直在英国工业企业和零售商当中寻找短期投资机会，并继续选择正确的时机进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着欧洲企业重组步伐的加快，欧洲经济复苏吸引了他的注意力。和博尔顿一样，麦克莱恩喜欢对服务和金融行业作长期投资，因为他认为那里收益最高。通过观察价格变动，麦克莱恩仔细地总结出他对价值的见解。“我们不要竭泽而渔，而要为那些没有得到正确研究或理解的企业融资。”

麦克莱恩的业绩总能遥遥领先于所有基准利率，这并不奇怪。根据AITC评级机构的统计，他的主打基金之一——许可证和价值投资信托在成立最初的五年中，一直在其所在领域排名第一。到1998年7月27日为止的4年半时间里，他的欧洲基金总共取得380%的回报率，从而在高度竞争的欧洲基金领域位居榜首，这一业绩几乎是欧元指数增幅的两倍。同时，麦克莱恩的苏格兰价值基金自成立以来的总回报率也比同期英国股票平均收益高出79%。

- 佩里格林·蒙克里夫继续对市场采取平衡策略，既降低了风险，也没有为此牺牲多少利润。在此期间，除去各种费用，他的主打对冲基金保持着超过21%的净回报率。

蒙克里夫在目睹了世界新兴市场历时12个月的动荡后认为，要在控制风险的同时找到获取高额回报的机会，最令人激动的地方似乎应是欧洲的发达市场。面对反复出现的风险，他指出，由于单个市场的成长和欧洲大陆投资文化的发展，投资估价方法已经发生巨大的变化。他还认为，由于欧洲大陆的企业资本结构复杂，这将创造出额外的投资机遇。例如，德国大众汽车公司的优先股以大约相当于普通股价格30%的折价上市交易，但它的收益却比普通股高。德国还有一些金融工具，它们的收益率比普通股高两倍，但却以相当于普通股50%的折价进行交易。这些金融工具同时还包含了应对股价全面下滑的看跌期权。

蒙克里夫相信，能够承受一些风险的投资者不应该忽略日本这个市场。他指出，日本有许多股票折价低于票面价格50%的赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利企业，如松井建设公司、特诺克斯公司、尤尼克公司和日本铿工公司，它们都值得投资者耐心对待。从实际效果上说，投资者在购买这些公司股票的同时已经获得了利润。

在蒙克里夫看来，1998 年的日本尤其令投资者感兴趣，这主要是因为那里出现了两种新趋势。一是投资者在日本的可兑换债券中能够取得明显的回报；二是从金融实力足以支持高负债的日本公司身上，投资者能够取得以日元计算超过 5% 的收益。这类公司包括韦斯科公司和大丰建设公司。与此同时，从目前许多情况来看，日本企业自身也正抓紧这个机遇，纷纷出台证券回购计划，开始回购可转让债券。

- 网络股和信息技术服务行业的兴起并没有让迈克尔·莫尔这样的价值投资者感到格外兴奋。尽管他为此错过了市场上升阶段出现的一些赚钱机遇，但他绝不会让新技术的短暂光彩转移他对价值基本要素的注意力。他从不赶时髦，而只从事低风险交易，以期获得持久的回报。

无论莫尔的投资策略多么保守，在到 1998 年 7 月 31 日为止的十年中，他的两只主打基金——法律与债券信托和银行家信托，仍然在国际一般类别的投资信托中稳居前列。他的投资者在这两只基金中获得了四倍于本金的收益。莫尔在 1997 年 5 月至 8 月间将他惟一的一项海外大型投资从台湾撤出，而这种回避新兴市场风险的策略后来被证明是正确的。

展望未来两年的投资前景，莫尔最担心的就是西方国家正面临的通货紧缩，同时目前债券市场与股市之间的反差也预示着一个熊市时期的开端。尽管莫尔并不认为西方国家正在走入长期通缩状态，但他指出，对于美国和英国的大多数制造业企业而言，利润已开始出现周期性下降。在这种背景下，美英主要的周期性企业的股价从 1998 年 9 月开始下跌，使企业的利润空间受到挤压。而这种现象也许最终会蔓延到欧洲大陆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莫尔还担心，俄罗斯的金融危机将使远东市场的问题更为严重。他认为，俄罗斯可能出现贱金属、贵金属、石油和天然气倾销现象，从而进一步削弱工业原材料的缓冲功能。然而，如果这些问题影响到俄罗斯的农业部门，将会改善其粮食价格的前景。

在对未来两年持谨慎态度的同时，莫尔认为将来仍会出现良好的投资机遇。“我觉得一方面我们不应过分悲观，但另一方面，我们也要意识到，类似 1972 年至 1974 年那种由通缩而不是通胀导致的熊市时期即将到来。我个人认为，对英国而言，考虑到目前的现金水平，以及未来两年内出现重大利率下调的可能性，投资前景仍然不错。如果英镑贬值，将对目前处于困境、正在衰退的英国制造业有所帮助。”

如果出现这种情形，莫尔久经考验的价值投资法则一定会再次大显身手。所以我们可以预期莫尔将取得更多优秀业绩，他的股东们也将继续受益。

- *威尔士亲王已经确立了他作为英国头号原始资本投资者的地位。在过去两年中，他的亲王青年商业信托为 8000 多家企业提供了创业基金。这些企业的生存率一直保持在 60% 左右，而且它们也不断产生出良好的投资回报。其中最突出的企业当数迪伦·维尔克创立的“电玩”公司，它从事电脑游戏的经销。1994 年，维尔克从亲王信托借了 2000 英镑作为本钱，而仅过了 6 年，该公司的市值就达到 600 万英镑！也就是说，这个企业年均投资回报率是 740%，令人刮目相看。*

维尔克的故事并不是特例。以下的数字更能说明问题：由亲王青年商业信托帮助过的 100 家最大的企业如今总营业额超过 1 亿英镑，在三年时间里几乎翻了一番。目前亲王青年商业信托正在向发展型资本领域拓展业务。他在 1998 年创立了苏格兰青年股票金融服务基金，目的是缩短他的基金与专业风险基金之间在所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能提供的原始资本最大值方面的差距。这个新的基金由默里·约翰斯顿公司的一名中级职员进行具体管理，它可以向需要帮助的企业提供3万~5万英镑的资金，并给予法律和财会方面的支持。从亲王的这个新基金中受益的第一家企业是戈登·罗斯焊接服务公司，它专门为半导体行业制作管件。在作者的新书《查尔斯王子：打破循环》中，对此事和亲王在其他方面的工作有更为详细的叙述。

- 尼尔斯·陶布在他辉煌的投资生涯中又踏上了一个新台阶——他成立了自己的企业：陶布－霍德森－斯通奈克斯合伙有限公司。同时，他和他的团队还在继续经营原来属于圣詹姆斯宫资本管理公司的一些基金，如“价值实现”基金。该基金在上一个财政年度中增长了43.3%。与此同时，他管理的RIJ资本伙伴基金也取得了26.5%的回报率。目前，陶布在世界范围内继续寻找比较收益，并由此找到了一些更有趣的金融工具，如朝鲜债券。

美国投资大师沃伦·巴菲特不久前出价收购科隆再保险有限公司的母公司——通用再保险公司，这进一步肯定了陶布的预测：再保险行业是一个成长中的市场。因此，陶布如今可以十分自如地选择把所持股份卖给巴菲特，或在巴菲特为该公司少数股东创造出股东价值时坐收渔利。和埃弗雷顿一样，陶布发现东欧和中欧具有重要的市场价值。可口可乐－阿马蒂尔公司在中东欧的出色表现证明了他对可口可乐公司业务扩展方向的预测，而他对可口可乐－阿马蒂尔公司的投资将是一项前途光明的长期生意。

上述投资大师的主要成功经验都被概括在本书第14章“投资成功的秘诀”中，其中的一点一滴都具有实际意义，尤其值得从事大宗投资的人学习。比如，陶布大胆地使英国商业联合保险公司和劳斯莱斯公司在他的“价值实现”基金投资组合中占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有 9% 的份额；而麦克莱恩则通过对比企业的现金流和报表利润，从而找到被高估的股票进行短期投资。

上述这 9 名英国投资大师目前仍然处于事业的巅峰期。无论现在还是将来，他们的投资策略都将继续引导大众投资者。在投资行业中，被实践证明的经验和专业技巧是无可替代的。通过阅读《巅峰投资家》，读者将发现关于创造财富的指导方针，而这些方针在新千年中将继续发挥作用。

1998 年 9 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

致谢 /1

序言 /1

第 1 章 世界级的英国投资经理人 /1

第 2 章 约翰·阿米蒂奇：战术对待市场，战略对待股票 /19

* 他的基金连续六年位居 85 种欧洲基金之首
* 伦敦最出色的对冲基金经理人之一，其业绩超出欧洲基准指数 5 倍
* 被《国际资产管理》杂志评为“欧洲最佳选股人”

第 3 章 安东尼·博尔顿：追求价值 不赶时髦 /49

* 欧洲最强的投资经理人之一。——《华尔街日报》
* 在成为一名经理人的头两年中，博尔顿使他的基金增长了 62%，而同期的欧洲基准指数仅增长 9%。
* 如果在 1979 年将 1000 英镑作为投资交给博尔顿，到 1998 年它将变为 45,096 英镑！

第 4 章 彼得·埃弗雷顿：自上而下发现价值 /79

* 以香港为基地的经理人，擅长做亚洲生意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 率先购买生力啤酒和暹罗水泥等亚洲股票的英国投资者

★ 仅用 14 年就使投资升值 13 倍!

第 5 章 霍华德·弗莱特：投资于“国家普通股” /111

★ 固定收入投资之王和全球资产配置行家

★ 不断获得标普米高柏公司评选的最佳类别业绩奖

★ 弗莱特不仅是一名投资经理，还是一位作者(著有《你所知道的关于汇率的一切》)，并活跃于政坛(阿伦德尔和南部丘陵地区的保守党议员)

第 6 章 迈克尔·哈特：在全世界逐步前进 /147

★ 在英国最古老的公共投资信托机构中担任经理

★ 任何一名投资者在 1970 年将 1000 英镑交给哈特，到 1995 年底都将拥有 3.3 万英镑的资产

★ 促进伦敦投资信托行业向普通投资者开放并使之受到投资者欢迎

第 7 章 理查德·休斯：现金就是上帝 /177

★ 公认的复苏投资领袖

★ 密切关注资产价值、换手率和现金流

★ 复苏基金在 15 年中将每月 40 英镑的投资变为 2.7 万英镑的价值!

第 8 章 莱昂纳德·利希特：灵活性就是一切 /205

★ 以回避热门股票著称

★ “基金管理行业中距离超人最近的人物” 《星期日电讯报》

★ 总是能为阿盖尔/塞夫韦公司、英国广播公司和英国铁路局等蓝筹客户战胜大盘指数——并且是以实质性差额超出!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章 科林·麦克莱恩：在正确的价位增长 /233

* 拥有成长型投资秘诀的终极价值经理。
* 荣获《星期日邮报》、《资本杂志》和《资本观察家》等报刊颁发的多项大奖。
* 极少有人能够利用投资信托和股权证赚钱，但他就是一个。

第 10 章 佩里格林·蒙克里夫：一只眼盯着回报，一只眼看着风险 /267

* 关注下跌趋势是他投资战略的关键特征
* 可转让证券和优先股权的大玩家
* 在风险调整的基础上纵横全球

第 11 章 迈克尔·莫尔：分布越广，风险越低 /301

* 他相信，理想的投资组合应该广泛分散："否定基金经理人从书本上学到的所有东西。"
* 长期持有优质股："作长线的人，如果能够持之以恒，将能掌握命运。"
* 在国际一般信托十年总回报排名中连续七年位居榜首

第 12 章 威尔士亲王：投资于人 /329

* 发起近 4 万家新企业
* 年均投资总回报率超过 25%
* 把人置于利润之上，积极支持创业者

第 13 章 尼尔斯·陶布：仔细观察 移花接木 /357

* 奉行全球分散投资理念："人生乐事莫过于能像哥伦布一样发现新大陆。"
* 1969 年 12 月把 1 英镑交给他，到 1995 年底就变成 54 英镑！
* "赚钱能力无与伦比。"——《货币观察家》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章　投资成功的秘诀　/389

附录 A：未来十年的投资明星　/413

附录 B：投资大师推荐读物　/419

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

世界级的英国投资经理人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996年英国最佳投资经理人有哪些？这些少数人选者如何能在绝大多数经理人甚至连市场平均业绩都达不到的情况下做得如此出色？《巅峰投资家》将回答这两个问题，并提供更多的有关信息。任何读过本书的人将会更好地懂得如何改进他们的投资决策和投资组合。毋庸讳言，投资的目的就是赚更多的钱，而这个行业的佼佼者正是那些能够实现资产净值增幅最大化的人。

在投资领域，英国仍然是一名世界级选手。当然，美国在这方面首屈一指，其次就当数英国。英国之所以获得这一地位，在很大程度上是一小部分人的功劳。这些人属于世界最佳投资经理人之列。英国在20世纪90年代继续产生出世界级的投资经理人，和来自其他国家的同行相比，他们不仅仅是保持了英国原有的专业优势。我希望《巅峰投资家》能够使这一事实得到更多的认可。英国投资经理人的成功故事值得为更多的人所知晓。

读者想从上述信息中获取什么完全取决于他个人。在投资事业中，没有惟一正确的道路。个人追求因人而异，即使面对类似的情况，也没有两个人会得出完全一致的投资结论。也许有人会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，最简单和最安全的投资方法就是把钱交给《巅峰投资家》中介绍的大师们去打理。因此，在这里我必须强调，本书作者和出版者都不会以任何形式提供投资建议。同时，每个投资者都不应忘记那句虽然是老生常谈但却绝对真切的金玉良言："过去的业绩不会、也不可能预测未来的业绩。"这一点不容忽视。那些历经 1992 年经济衰退、1987 年美股大崩盘甚至 1974 年经济陷阱而始终屹立不倒、现在仍然事业发达的人都绝非寻常之辈，他们的确鹤立鸡群。要知道，"适者生存"这句名言适用于投资行业的各个领域。

读者可以将这些想法直接运用于投资实践当中。在投资行业中，没有任何人能独占智慧，甚至最为出色的人也会犯错误。任何知识终究都是短暂的，在目前变化不断加快的市场趋势下更是如此。现在的电脑模型还不具备预测证券价格的功能。电脑可以对投资进行筛选和分析，但尚未有任何一套理财软件能涵盖影响投资价值的所有因素。也许有朝一日电脑能具有神经网络的功能，但在我们的有生之年，这种炼金术士式的梦想可能还不会实现。市场行为总是事与愿违。当某人成功地创造出一种刺激市场运转的模型、并开始据此进行任意规模的投资时，这个模型成立的基本前提就已经改变了。

但是，我们还是可以找到一条中间道路，它既谨慎又实用。那就是，把个人投资组合的大部分交给专业经理人打理，再留下一小部分由你自己进行大胆的尝试。为此，《巅峰投资家》将向个人投资者提供一些关于投资战略的想法。但是你要记住，由于每个人所选择的投资项目千差万别，结果必然会大相径庭。我们建议的这种投资二分法把个人财富的实质性部分交给那些整天理财、敬业守法的人照看；同时，读者仍然可以放手效仿书中介绍的特殊投资技巧和思路，或者在学习书中的观点后，比较一下自己和书中的职业投资者所使用的投资方法，从中获得乐趣。读者也许会问，为什么本书描写的都是英国的投资经理人呢？最近我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到纽约推广《金融时报全球投资指南》一书时，一位美国朋友也曾这样问过我。这个问题问得好，而我也有几个很好的理由来回答他。

英国投资者无处不在

说点历史知识可能会对理解这个问题有所帮助。首先，英国人从事投资的时间比任何其他民族都要长。虽然荷兰人和意大利人创立了现代贸易和银行业，但从商业冒险家和由少数人把持的公司发展为广泛发行债券和为更多人所有的公共股份制企业，最早却是由英国人完成的。而且，在这方面，英国比其他任何国家都要成功。现代股市的前身可以追溯到1553年。当时一伙英国商人为了给三艘在远东进行贸易的商船融资，在其公司内部发行了股票。英国皇家交易所，一个更为多样化的交易实体——也是当今所有金融机构的鼻祖——早在1570年就成立运转了。但在这里也必须承认，荷兰人有理由宣称他们率先创造了现代投资信托行业的前身：荷兰国王威廉一世在1822年设立了世界上最早的封闭式基金。

英国人最早完成了从由少数人把持的公司到为更多人所有的公共股份制企业和广泛发行债券的转变过程，比其他任何国家都要早。

与英国的金融成就相比，荷兰人的这个“第一”只是个例外。有数百年历史的投资信托在伦敦比比皆是，令其他任何一个城市不能望其项背。直到1996年，这些信托公司仍在为投资者们服务，类似的现象在其他国家是找不到的。其中最古老的一只投资信托——海外和殖民地投资信托至今仍在同类信托中名列前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

茅。经过125年不间断的成功经营和出色表现，它已经成为英国投资业优秀传统的完美典范。关于这只信托及其大师级经理人迈克尔·哈特的情况，我们将在本书第6章中加以详细描述。

17世纪时，各类金融市场在英国得到迅速发展。不过，当时大多数市场规模有限，属于私人性质而且并不正规。到18世纪末，富有的英国投资者就已经能在各种投资方式和一系列资产级别中进行广泛选择了，而这正是当代证券投资经理人熟悉的场面。至18、19世纪之交，英国出现了一个民众广泛持股的公共证券市场，主要以经营政府股为主。这种现象从此成为英国投资业的一个固定基本特征。

在这一时期，随着英国金融市场的发展，一批著名人物应运而生，他们的成功为后辈投资经理人树立了榜样。当时，这些人在大多数时候扮演商人的角色，但也经常充当幕后投资者。他们经营信用证、金银、保险、商品以及低息贷款，也许还涉足养老金、政府证券、廉价债券以及联合股份公司股票等业务。同时，他们也不可避免地成为外汇市场的主力。其中一些人能量很大，能够在一天内使汇率浮动好几个百分点，称得上是乔治·索罗斯的前辈。他们都是英国公民，却往往不是正宗的英国人，几乎都是第一代或第二代移民。这些移民来到英国后，立刻发现伦敦有一种特别的金融氛围，这种气象促使他们纷纷开设金融机构、容许他们灵活自主地选择各种发展道路、并且可以使他们达到当时其他国家所没有的业务规模。这些前辈的影响力至今犹存，如今英国投资界的许多显赫名字都可以在当年找到它们的根源，如：

- 卡泽诺夫家族
- 内森·罗思柴尔德(来自德国法兰克福)
- 弗朗西斯·巴林(他父亲来自德国不来梅)
- J. 亨利·施罗德(来自德国汉堡)

同一时期，英国的银行业也开始兴旺发达。但当时它们在投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资行业中大多只发挥附带作用。20 世纪 90 年代驰名于英国金融界的一些家族企业都是 18 世纪后期至 19 世纪早期为银行储户和债务人所熟知的金融合伙公司的后代：

- 汉伯里－泰勒－劳埃德和鲍曼公司（劳埃德公司前身）
- 维尔－格林和哈利法克斯公司（格林·米尔斯公司前身）
- 巴克莱－特里顿和贝文公司（巴克莱银行前身）

在那个年代，英国的批发、银行、赔偿、二级赔偿以及其他一些金融业务已成发展成为各自独立的行业，但它们有时偶尔也会结合在一起。当时利益冲突的问题好像比现在容易得到解决，因为事实上并不存在这种冲突！也就是说，不管最后赔钱或赚钱，当时的投资者都可以在广阔的领域里充分发挥他们的聪明才智。

此外，那时候英国人已经很懂得跨国投资之道。巴林家族在葡萄牙赚钱，罗斯柴尔德家族则拥有了一个几乎将整个“发达世界”——当时这个名词包括目前属于“新兴市场”的几个国家——联系起来的经营网络。英国其他的金融家族则在南美找到了乐土。当时，印度和西印度群岛是英国投资资本最热门的目的地。从投资的角度而言，当时英国人惟一没有涉及的主要海外市场就是美国，这是因为美国当时尚未形成统一市场，美利坚民族也还没有最终形成。

英国金融界的先驱们其实比传说中讲述的更具国际眼光，比如 19 世纪晚期，英国经营第三世界债务的生意已十分发达。从 19 世纪初到 19 世纪的最后 10 年，英国投资业的产值在实际意义上已经超过其他任何行业。所以，从 200 年前开始，英国投资者同时在地理位置和金融工具这两个方面占据了投资选择领域中最好的位置。但他们最大的优势还是在于能够承受风险并主张自由行动，这种精神令当代绝大多数投资经理人自叹不如，羡慕之至。

这些先驱们留下的宝贵遗产至今仍在英国金融界发挥着积极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的作用。如果你想仔细研究这一段光辉的投资历史，可以读一读戴维·基纳斯顿写的《伦敦金融城》（*The city of London*）。这大概是这个领域最为权威的著作，汇集了丰富的名人佚事。尽管书名并不起眼，但它一定能为你提供美好的阅读享受。

当代英国的综合性投资机构要取得前人那样的成绩，任重而道远。20 世纪 90 年代，绝大多数英国投资经理人越来越局限于狭窄的小市场，有的连 30 年国库券和 5 年期国债都分不清，更不用说识别瑞典凭证式债券和韩国可转让债券了。但是，英国投资业仍然大有希望，因为一旦投资专家的知识得到普及，同时升级后的电脑程序能精确地告诉所有人如何在未来 12 个月内配置投资组合，就会有许多人有希望成为能够抓住社会发展大趋势的投资通才，并在投资行业中大显身手。

尽管如今许多著名的英国大型金融机构已被外国公司所控制，但至少对欧洲而言，伦敦仍然是债券、股票、货币和其他各种主要金融资产的交易中心。就伦敦市场的革新性和包容性而言，至今没有其他任何一个市场可以企及。在英国，金融资本的所有者都是学院派人士，而金融行业的雇员和专家仍是以英国人为主。

英国人长期从事贸易和在公共市场投资的历史还带来了其他的好处。英国被公认为拥有世界上最完善的普通和成文证券法律体系，能够很好地保护投资者的利益。目前世界上只有英国和其他少数几个国家实行保护少数股东权益的法律。这些国家绝大多数带有浓厚的英国传统，如美国、澳大利亚和加拿大。它们不仅具备相关的法律框架，而且切实加以实施。它们对所有人承诺实行公平竞争原则，并因此吸引了外资。英国投资管理体制的发展虽不尽如人意，但至少能使投资者放心。

由于上述历史传统，英国公众在企业中持股比例极高也就不足为怪。1994 年末，英国市场资本与国内生产总值之比为 112%，明显高于其他同类成熟市场。在德国，这一比例仅为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

27%，而法国也只有34%；即使在企业总体市盈率比英国高得多的日本，这个比例也不过是78%；连美国也只有80%而已。英国股市仍然是金融时报/标普全球股票指数的重要组成部分，其权重在1996年3月底为9.25%，这比英国经济在全球的比重高出很多。

时至1996年，金融服务行业仍是英国少数几个发达产业之一，这在很大程度上要归功于伦敦作为世界投资中心的历史。据统计，目前大伦敦地区共有60万人从事金融及相关领域的工作，这一数字几乎相当于被称为德国金融首都的法兰克福的全部人口。在当今世界金融市场中，伦敦的地位介于纽约和东京之间，为三大资本和货币交易中心之一。同时，伦敦的地理位置恰好适应了世界金融市场24小时运转的需要。尽管世界金融市场的重心已经不在英国，但伦敦在一个更为开放的全球金融体系中确保了它的一席之地。这也从另一个方面说明，英国的投资技巧仍然长盛不衰，并始终处于这个全球热门产业的最前沿。

证明伦敦卓越之处的例子不胜枚举，但本书并不是一本教材——远非如此。《巅峰投资家》主要讲述的是英国的最佳投资实践者如何根据自己的成功事故现身说法，为别人提供经验。所以，作者不会在书中列出全套的支持性数据，而是将采用一些特殊事例来说明观点。

从20世纪80年代后期起，伦敦股票交易所占据了欧洲越境股票交易的重要部分。1995年，伦敦交易所经手了价值不下543亿英镑的瑞士股票，相当于当年全球范围内(包括瑞士本土)瑞士股票交易总量的30%。要举例证明伦敦是世界主要金融中心之一非常容易，即使最恪守成规的人都能用最明显的质量控制认证体系证明这一观点。

在大伦敦地区，共有60万人在金融及相关领域工作，这一数字几乎相当于被称为德国金融首都的法兰克福的全部人口。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年轻人，走向世界

众所周知，英国拥有光辉的投资历史。更重要的是，英国的投资经理人本质上都具有全球眼光。英国在世界列强中率先设立了海外贸易公司，并通过联合参股的形式扶植企业。英国国民财富中有很大一部分源自于此。大英帝国的历史是商业经济政策驱动军事决策的历史。19 世纪时，英国动用武力为本国企业争取最大利益，因此许多著名的英国贸易公司不断发展，成为上市股份企业，并为投资者提供多样化的国际投资业务。

为了具体说明上述观点，让我们研究一下 1868 年 3 月 19 日英国海外和殖民地投资信托的投资组合。它的地理分布很广，涉及 15 个国家和地区，其中比较突出的是 20 世纪沦为“债务贱民”的一些国家，如埃及、秘鲁和俄罗斯；一向不知财务廉洁为何物的意大利，其投资比重在当时却位居欧洲国家之首；投资组合中没有法国，因为它当时的经济状况不佳，美国排在倒数第二位，只占总投资的 2.5%。具体情况如下表所示。

通过长期的海外殖民，英国不仅输出了商业文化，而且也将英国的金融市场理念传入每一个由移民组成的贸易中心。在此过程中，在全球自愿或以其他方式加入英联邦的国家或地区中，股市如雨后春笋般出现。在亚洲，印度最早建立了正式的股票交易机构——孟买于 1875 年设立股市。香港则在 1891 年正式建立了有组织的股票交易机构，而香港有股票交易纪录的历史则更早，可以上溯到 1866 年。这样的例子在大英帝国的广阔疆域内比比皆是。加拿大自 19 世纪 70 年代末开始拥有了得到承认的股票交易所。约翰内斯堡于 1887 年加入这一行列。在上述每个股市的例子里，都有英国投资者积极参与的身影。

与没有受到英国文化影响的国家相比，更可以看出其中的差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1－1　海外和殖民地投资信托(FCIT)持有资产的地理分布
(1868 年 3 月 19 日)

国别	占总资本百分比(%)
秘鲁	10
意大利	10
埃及	10
西班牙	10
土耳其	10
智利	10
巴西	8.5
俄罗斯	8.6
奥地利	6
多瑙河地区	5
葡萄牙	5
阿根廷	4
加拿大/新斯科舍	3.5
美国	2.5
澳大利亚/新南威尔士	1.5

别。在这些国家，债券市场也许早就兴旺发达，但股市直至最近才得到重视。和受英国文化熏陶的马来西亚不同，你在印尼就找不到这种传统。受英国文化影响的肯尼亚与阿尔及利亚相比也是如此。

为什么印度能成为除美国以外有限公司数目最多的国家？像南非这样的国家又如何能拥有以资本总量计算的世界第十大股市？这都是由于受了英国文化的影响。

风行全球的英语文化与英国 400 年的海外投资史相辅相成。在英国影响下，其他英语国家以股市作为投资指南至今已有一个多世纪。由于英国投资机构可以利用大英帝国的影响拥有许多海外市场准入机会，某个国家对一个德国银行家而言是外国，但对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个英国经纪人而言可能只是第二祖国。这种现象如今非常普遍，而英国和其他欧洲国家在投资组合结构上的差异就反映了这一点。这种差异之大，以至于从布鲁赛尔欧盟总部发出的任何一个指令都不太可能在我们的有生之年予以拉平。因此，伦敦仍是许多欧洲大陆投资者进入新兴市场的跳板。

不列颠尼亚统治全球市场

1995 年，英国投资者在境外市场拥有资产的比例超过任何其他一个成熟经济体。就海外证券投资占养老金基金净资产总额的比例而言，英国在 1995 年就已达到 24%。就连在许多方面堪称世界最发达市场的美国，都还远未达到这一水平。1995 年，美国的相应比例仅为 9%。在拥有大量资本的其他发达国家——如法国、德国和日本，个人投资者似乎对境内投资更感兴趣。德国的这一比例仅为 5%。

总的说来，英国进行海外投资的结果喜忧参半。19 世纪 80 年代，英国投资者在美国这个当时尚未发迹的新兴市场损失惨重；在随后的 30 年中，来自拉丁美洲的一连串坏消息也不时地困扰着英国人。然而，英国人也从中直接得到了不可替代的第一手资料。英国人曾在那些地方埋头苦干，并得到了成为优秀的国际投资者所必需的经验。

“到出现增长的地方去投资”意味着“走向全球”。英国投资者一直都明白其中的道理。

如今，进行海外投资并非出于爱好，而是必需。因为某一个市场无法提供许多良好的投资选择，当市场成熟以后尤其如此。“到出现增长的地方去投资”如今意味着“走向全球”。英国投资者一直都明白

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中的道理：他们没有其他选择。在英国，个人购买外国证券屡见不鲜，而英国公司则大举收购境外企业。

上述道理对于个人投资者和机构投资者而言都是真理，对于公司则更是如此。观察英国任何一家像样一点的公司，你都会发现公司收入中总有一部分——经常是不小的一部分——来自海外。美国是最近20年中英国人搞境外投资最乐意去的地方。英国的媒体经常喜欢反复刊登海外投资失误的事例，直到令人反感为止。英国米德兰银行收购美国克罗克国民银行是一次失败，但它究竟是小错误还是大错误，完全是个人评价，媒体的有关报道显得有些小题大作。其实，海外投资成功的例子非常多，但却得不到同等程度的广泛报道。在海外投资方面，汉森集团在20世纪70年代和80年代早期做得十分出色；西贝公司也挫败了批评者；沃尔辛公司则静悄悄地追求自己的目标，手法十分高明。

在英国投资者看来，欧洲大陆并不是一个肥沃的市场，失败比率很高。因此，在世界其他地方，英国公司表现得异常活跃；它们不仅出现在与英国有着深厚关系的发达市场，如澳大利亚和香港，而且也打入那些英国人传统上认为比较亲近的新兴市场。葛兰素制药公司在印度的投资、渣打银行在东非的投资以及英美烟草公司在巴西的投资都说明了这一点。虽然没有精确的数字，但位居金融时报/标普100强的英国大公司在收入方面越来越依靠海外市场，已经成为不争的事实。

这种现象有时非常明显。拿英国赫赫有名的大都会公司来说，其绝大多数利润来自于美国，来自英国的收入只占总数的30%。以英国混凝土材料行业老大RMC公司为例，虽然这个行业通常不把海外投资作为首选策略，但该公司利润的绝大部分来自于德国。再看看那些规模较小、不太出名的英国公司：照明产品企业伊麦斯公司是一家以在德国赢利为主的英国公司。文具生产商非洛法克斯公司的市场资本总额仅为4400万英镑，但却在40多个国家进行制造和生产。1995年，该公司50%以上的营业利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来自海外。

上述情况表明，为了决定是否购买、持有或出售包括国内证券在内的各种金融工具，英国投资者不仅需要了解国内市场，而且还要了解国际产业和海外市场的情况。英国公司直接或间接来自海外的利润如此之多，使得评估它们海外收入的工作颇为费力。因此，与投资于这些公司相比，投资者直接进行海外投资相对要简单得多，也就成为他们自然而然的行为。因此，对于英国的投资经理人而言，即使他们在某种情况下不得不重新将投资局限在英国股票的范围内，他们也必须成为具有全球观念的思考者。因为只有这样才能获得成功。他们必须在更为广阔的视野中进行思考，才能得出有价值的估价结论，这样他们才能最终做出最重要的决策。

英国的投资经理人堪称世界一流。投资业是英国人至今仍然表现出色的一个领域，英国的一流投资家具备与世界其他任何国家同类人士比肩的实力。他们的业绩证明了这一点。如果他们有什么不足之处，问题可能是出在宣传方面。许多伟大的英国投资经理人生来信奉沉默是金的做人原则。为自己唱赞歌或者允许别人为自己写赞歌都会被视为违背英国文化传统的行为。英国企业集体主义传统的优点在于保留了历史和传统的精华，但它同时贬低了经理人的个人成就。美国则早已抛弃这种做法，改为大力宣传甚至吹捧个人业绩和投资明星。这两种做法都过于极端，需要予以平衡。《巅峰投资家》正试图找到这种平衡。

英国投资业——约翰牛的历史

要说明英国投资机构在实践中表现如何出色，再没有比海外和殖民地投资信托更好的例子了。银行家投资信托也能证明这个观点，M&G 基金则使英国投资者名声大振。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们需要媒体更为正面地报道投资行业。我认为，成功的投资经理人远比一名足球明星或在流行音乐排行榜上有名的歌星更应受到表扬。因为他们所创造的不是短暂的成就。而且当投资经理人取得成功时，同时也提高了大小股东们的生活水平。时至今日，我们应该打破传统，实事求是地给予英国投资大师们应有的评价。

成功的投资经理人远比一名足球明星或在流行音乐排行榜上有名的歌星更应受到表扬。

英国也许产生不出乔治·索罗斯，但如果布坎南合伙公司的佩里格林·蒙克里夫与之比试，完全可以让索罗斯疲于奔命。富达特别形势基金的安东尼·博尔顿和在同一家公司效力的美国投资宗师彼得·林奇有许多相同的特征。美国投资家约翰·坦普尔顿爵士完全有资格当英国名誉公民，并的确理应得到这种承认。坦普尔顿欧洲基金的前任总经理、现任苏格兰价值基金经理科林·麦克莱恩不愧是他的真传弟子。英国投资经理人当中也许没有人能超过《投资自行车手》(*Investment Biker*)一书作者吉姆·罗杰斯所创下的旅行纪录，但尼尔斯·陶布以其百分百国际化的投资组合所创造出的业绩纪录，完全可以和罗杰斯的旅行纪录一比高低。虽然英国风险资本投资行业尚未有人能与美国的比尔·汉姆布雷希特相比，但威尔士亲王在这方面取得的成就也非同小可。他培养出了大批企业家并成功支持了许多处于创业初期的企业，在这一点上，至今无人可以企及。

除了英国，没有其他任何一个国家拥有海外和殖民地投资信托这样拥有 130 年成功投资业绩的机构。它的故事非同寻常。该机构投资信托业务主管迈克尔·哈特的声望丝毫不逊色于大西洋对岸的另一个迈克尔——迈克尔·普赖斯。瑞士投资业超级明星马克·费伯博士是经营新兴市场的一代宗师，他在香港站稳了脚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟。英国的彼得·埃弗雷顿也是如此，他的业绩纪录不亚于其他任何一位活跃在亚洲的西方投资经理人。

我的写作动机十分明确：我写《巅峰投资家》以及《英国顶尖投资头脑的洞察力》（*Insights from Britain's Greatest Investment Minds*）这两本书，都是因为这些英国最好的投资经理人有许多经验可以传授给每一位投资者——不仅是关于如何成功地在英国市场投资，更重要的是关于如何在全球市场取得成功。除了他们以外，其他投资经理人的话不具备这种权威性。国际投资是英国的光荣传统，是这个国家值得骄傲的传统之一。而且，和 16 世纪末一样，这一传统在进入 21 世纪时仍将展现出同样的活力和冒险精神。

没有人应该误以为这本书仅适用于局部范围并只与英国投资者有关。远非如此。本书介绍的这些投资大师从他们最基本的自身信念出发，练就出了对世界各个市场明察秋毫的能力。他们涉及北美、欧洲、亚洲和所有新兴市场。其价值是放之四海皆准的普遍真理，而一些投资者由于视野局限无法认识这一点。英国投资大师当中有不少人就利用这一点在海外赚钱，比如芬兰的一种股票或债券可以用来与台湾的同类金融产品做交易，但当地投资者却没有发现这个机遇。

> 没有人应该误以为这本书仅适用于局部范围并只与英国投资者有关。这些投资大师已经练就出对世界各个市场明察秋毫的能力。

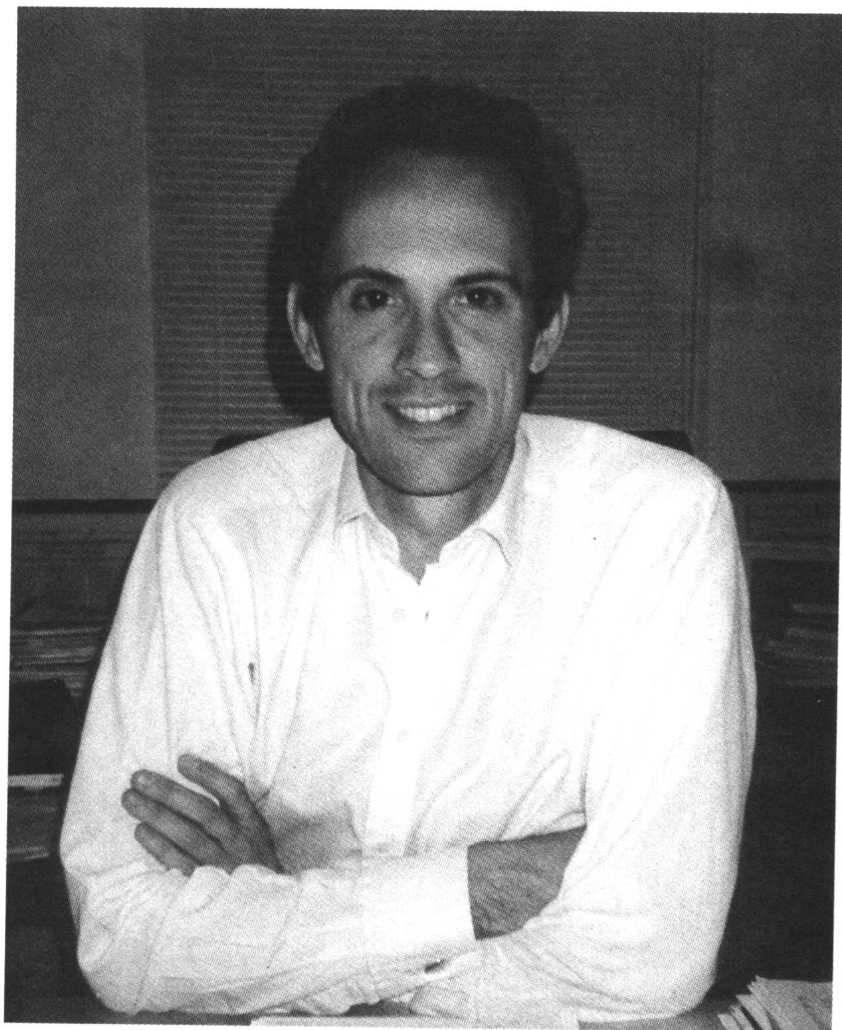
每个国家的每一名投资者都可以通过探索多种途径，并结合本国的经验技巧和海外的先进观念，提高目前的业绩。随着世界经济全球化趋势的加剧，每个经济体都将融入全球一体化的进程，因此各个投资市场必须告别固步自封的岛国心态，反映全球相对估价。这恰恰正是英国投资经理人擅长的领域之一，而本书介绍的许多投资策略已在从澳大利亚到赞比亚的广阔范围内得到应用。虽说赚钱无国界，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国对全球投资业做出了超出其份额的贡献。如果有朝一日设立“投资奥斯卡奖”，任何一个公正的评委都将授予英国多个奖项。

本书汇集了英国过去250多年来积累的突出投资成就和智慧，也揭示了当代英国投资明星们的成功秘诀。由于投资者越来越需要利用全球资产配置作为保护和积累财富的基本手段，这些投资大师的许多宝贵经验值得全球投资者学习借鉴。请仔细阅读本书并好好进行总结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 他的基金连续六年位居85种欧洲基金之首
* 伦敦最出色的对冲基金经理人之一，其业绩超出欧洲基准指数5倍
* 被《国际资产管理》杂志评为“欧洲最佳选股人”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

约翰·阿米蒂奇：战术对待市场，战略对待股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正的对冲基金，也就是乔治·索罗斯经营的那种基金，在英国并不多见，而且也无法很好地适应英国的传统投资结构。在英国，关于对冲基金交易的内幕新闻报道大多是负面的，这无助于改善这一行业的形象。但众所周知，报道与事实之间往往有很大的出入。新闻界总喜欢对一些失败的事例加以大肆渲染，而不太关心这个行业一系列的成功事迹。实际上，英国的对冲基金经理人人数虽少，但正在取得成功，并已经创造出了堪称世界一流的业绩。

这些经理人当中有一名后起之秀，他出道不久便获得了“最佳对冲基金经理人之一”的美誉。此人名叫翰·阿米蒂奇。他和威廉·博林杰合伙开设的埃杰顿资本管理公司1994年5月才刚刚起步，但到1995年12月，该公司的主打欧洲基金在扣除所有成本后就取得了39%的净回报率；相比之下，作为欧洲基准指数的英国《金融时报》股指的同期增长率才勉强达到8%。阿米蒂奇的成功桂冠上还有另一颗明珠：1995年，埃杰顿欧洲证券基金的回报率超过“对冲基金之王”乔治·索罗斯旗下的量子基金整整8个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一成绩的确令人叹服，而年仅 36 岁的阿米蒂奇——本书介绍的 12 位顶级英国投资经理人中最年轻的一位——能够取得这样的成功，得益于他早年在英国摩根·格伦费尔银行工作时的突出表现。阿米蒂奇在那里干了 13 年，并在最后的 6 年中担任摩根·格伦费尔欧洲成长信托的经理。专门对基金和基金管理公司进行评级的美国标普米高柏公司曾对 85 种优质基金进行综合排名，而该基金自阿米蒂奇接管后便击败了其他基金，连续 6 年名列第一。这个成绩来之不易，因为能够进入这一排名的基金都是由一流投资机构的强大管理团队经营的。对冲基金一向被视为投资市场最诡秘的一个领域，但阿米蒂奇却做得得心应手。在标普米高柏的这一排名中，他的基金以年回报率 27.1% 的出色成绩当之无愧地成为第一。

和大多数基金经理人不同，阿米蒂奇用传统方式赚钱。

大多数对冲基金经理人都通过对复杂金融衍生产品进行投机或套利获得利益。这种利润虽然有可能一时十分可观，但却很少能够持久。和他们不同，阿米蒂奇坚持靠传统方式赚钱，也就是通过收购价值被低估的股票取得利润。他采用的一些个人投资策略反映了他对投资的看法——投资是一项高度竞争的产业，非常难做。

“大多数投资经理人都有犯错误的习惯。如果你能将决策成功率一直保持在 60%，就已经很出色。而要达到这个目标，你必须发挥自己最大的竞争优势才行。要注意，在对某种股票进行投资操作时，必须存在一个前提条件：该股票的定价存在偏差。这时，你必须问自己：‘市场大众所不知道的那些东西，我究竟知道多少？而且，我真的能确信我所知道的东西吗？’这些问题对于你决定买入股票还是卖出股票非常重要。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于投资行业的变幻无常，阿米蒂奇非常了解。根据自己在金融方面的经验、基础和背景，阿米蒂奇为埃杰顿投资公司制订了正确的投资策略。

“我仅熟悉欧洲市场和股票。因此，简而言之，我们不太愿意和来自于其他地方或其他投资领域的人进行竞争。”

话虽如此，阿米蒂奇的业绩和他取得高额回报率的方法却具有更为广泛的指导意义，在埃杰顿资本管理公司经营领域以外进行投资的人也一定能从中获益。

一只真正的对冲基金

“我们制订投资策略时有一个指导思想，那就是我们的投资组合中要同时包括长、短头寸，而这些头寸所在的行业各不相关。这样的话，基金的命运就不会随着任何一种行业的走势或某些重大事件的发生而大起大落。”

“我的总目标不是一幅展现所有树木的全景画，而是会对其中一些树的每根大、小枝条进行了解。我更希望对一部分东西进行深入了解，而不是看到很多东西但了解却很少。关键在于，你所要了解的东西必须值得你了解。我们的投资重点是市场价格偏差，而不是一些其估价准确的公司。”

在埃杰顿资本管理公司，投资组合管理和挑选股票是相互联系却又各自独立运作的业务。以下是阿米蒂奇投资策略的几个要素，每个要素都是投资成功所必需的。

1. 市场风险

阿米蒂奇和他的合伙人博林杰通力合作，确定公司各只基金所面对的整体风险。他们通过分析当前的绝对和相对业绩，算出这些基金的净长期风险和总体（长期加短期）风险所占净资产的百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分比。“我们不愿做赔本的投资。如果我们的业绩持续低于市场整体水平，那就说明策略不当，就应该进行调整。”

2. 投资组合的集中性

“我们目前正在加强投资组合的集中性。当我还在摩根·格伦费尔银行工作时，由于受公司规章所限制，对任何一种股票的投资最多只能占基金仓位的5%。而我们埃杰顿资本管理公司不是这样。从理论上说，我们对某一种股票的投资最多能够达到基金总仓位的10%或者更多。迄今为止，我们对一只股票的最大投资是基金总仓位的8%。在一般情况下，我们最大的20个短、长头寸相当于我们净资产的65%～80%。”

“这种做法风险很大，因此我们必须格外自信。我们同时要确保各项投资所在的行业互不相关。”

3. 多样性是生活的调味品

在选择所要投资的行业时，阿米蒂奇从不厚此薄彼。他没有个人偏见，愿意在所有的产业领域中寻找投资机会。

> 我们有意识地使我们的基金所持有的主要资产之间没有关联。

“目前我们重点关注并持有大头寸的行业很多，包括软件业、人寿保险、酒精蒸馏、食品零售、银行、资本产品、油田服务、消费品和机场等等。我们关注的是不同行业里各种各样的企业，而且有意识地使我们的基金所持有的主要资产互不关联。以我们现在持有的前十大资产来说，它们所属的产业毫无相似之处。这就是埃杰顿资本管理公司的企业信条。”

避免主要持有资产之间存在关联是阿米蒂奇选股策略的核心原则之一。拿石油和银行业来说，在欧洲各地，这两个行业都具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有相对一致的特点，影响产业环境的因素也比较相似。如果欧洲某一产业的表现在一定程度上受国际因素驱动，阿米蒂奇将试着找到这个行业中最好的一只股票进行投资。如果某只股票不是最好的，即便它最便宜，阿米蒂奇也不会去投资，因为他最看重股票的质量和安全性。“对于另一些行业而言，影响其表现的是全国或甚至地方性竞争因素、而不是在更广阔的地理范围内起作用的国际因素，这样，你也就有可能对同一个国家的几个公司进行投资。建筑公司或软件公司的特点因不同的国家而异。在这种情况下，各个公司特点各异，所以同时对几只同类股票进行投资也可以成为一种选择。如果投资对象是零售商，你甚至可以在同一个国家拥有多项投资，只要它们之间不存在相互竞争的产品品种即可。”

“如果你关注的是欧洲同一个产业里的不同企业，假设这些企业的估价都在某一范围内，那么最好的投资方法就是找一家最好的公司进行投资——我指的是有最好的市场定位、最强的管理能力、最佳的资产负债表和最具赚钱能力的公司。在这些因素当中，管理是最重要的。我并不认为英国航空公司在同类企业中赚钱最多或资产负债表最完善，但它有最好的管理。”

4. 长线投资和短线投资

“尽管我们希望我们的短线投资在市场行情下跌时发挥避险作用，但我们做短线投资的主要目的是赚钱，而不是简单用来对冲长线投资。”

“也许有时候你需要购入一个短期头寸进行避险，但最好别这么做。比如，你打算投资于沃尔沃汽车公司，但如果此时汽车业出现了危险迹象，你就必须通过短线投资另一家汽车公司来避险，但你最好别这么做。我们对包括零售、交通运输和信息技术在内的所有行业进行短线投资。抱着积极目的作短线投资是一条很好的投资原则。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“给我一家不良企业作短线投资，我会很乐意。给我一家负债很高并且现金流动有问题的企业，我也会乐意为之。如果它同时存在假账问题，那就最好不过。如果这家企业的整个财务体系都有问题，那么即使为它配备一个擅长制造转机的管理团队也难以使之起死回生。但是，如果在接下来的 6 个月中，该企业通过上市交易实质性地将债务转为股份，那么做一笔短线投资的机会就来了。”

“我们不会对那些利润蒸蒸日上的优秀企业进行短线投资，即使它们估价很高也不做。因为，企业的基本要素要比估价更容易理解。当你谈论估价时，其实是在谈论市场心理以及促使下一个买方或卖方出场的因素。当然，估价到底是什么，谁也说不清楚。所以如果企业出现良好的收入增长趋势，我们就不会做短线投资。甚至在我们认为企业估价水平有误时，我们也不会做。我们要等到企业的基本条件恶化时再下手。反之亦然。关于这一点，我的合伙人(比尔·博林杰)有句名言：‘如果你在关于股票收益的坏消息被公布后立即作短线投资，你其实是在做人人都会做的事情。’这很有道理。”

许多经理人受经历和能力所限，只会想到“投资还是不投资”，和他们相比，阿米蒂奇的优势是明显的。无论何时，大多数经理人总是把手中的钱全都投出去。阿米蒂奇却可以同时进行长线或短线投资，并收放自如。因此，对他而言，关于估价问题的结果有多种可能性。估价过高或者不足都可能创造出良好的投资机遇。阿米蒂奇只是回避准确的估价而已。要注意的是，这种策略仅限于股票分析，而不适用于在不同市场之间进行投资。对市场作短期投资只是为了避险，除此之外，就是投机。从理论上说，做短线投资永远不可能比做长线投资更赚钱。因此，阿米蒂奇做长线投资更拿手。回顾过去，就能看出一个明显的趋势：从长期来看，股票总体上是一种上升的资产类型，下跌的只是其中一小部分。对阿米蒂奇而言，长线投资至少在市场呈现明显疲软

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时增加了他的选择余地。

“在投资行业中，有时候采取主动进攻能够获利，有时候回避麻烦也能得益。如果你觉得情况不妙，就必须暂时回避，以保护资本。如果市场的发展进入误区，你就应该以长线投资为主，同时选择少数股票作短线投资，这样效果会更好一些。”

让我们看一看这种投资哲学的实际运用。

1995年初，由于利率上升，德国马克坚挺，以及欧洲各个股市的价格普遍承受压力，市场环境非常不利。面对这种情况，埃杰顿资本管理公司在当年3月初将所持有的净长期头寸仓位减至35%。在此过程中，阿米蒂奇增加了单个短期头寸的数目，使之实际仓位达到30%，用以冲销90%的长期头寸仓位，从而使净长期头寸仓位降为35%。然后他又通过期货对冲加强对资产的保护。1996年4月底，利率开始下滑，市场气氛趋于缓和，阿米蒂奇立刻改变风险管理策略，使净长期头寸达到总投资的100%。在接下来的6个月中，埃杰顿资本管理公司组合投资中的净长期投资保持甚至超过了这一水平。

如果你觉得情况不妙，你就必须暂时回避，以保护资本。

阿米蒂奇投资策略的精髓不仅在于积极地进行短线投资，还在于寻找价值的偏离——包括正向偏离和反向偏离。他不会预测某些股票是否会上涨，而是从正反两个方面提出一些问题。

“当我开始留意某只股票时，就会问一问自己它将大幅上升还是大幅下跌？股价是否存在效率问题？股票发行公司是被市场低估的优良企业还是它确实很差、而市场估价虚高？通过回答这些问题，你总能大致看出市场对于该公司前景以及估价的共识。”

“接下来，你必须确定，对于该公司中期实际增长前景，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究竟相信哪一种预测。然后还要回答这个问题：根据市场条件，这些增长前景预测过高还是过低？”

“在进行估价时，务必面面俱到。你必须评估这家公司的资产，注意一下其中有没有能在其他地区实现更高价值的战略性资产。同时还要评估该公司的收益和现金流。我对那些现金流乘数永远很低却从不产生任何收益的公司总是不太放心。企业从事的产业不同，乘数就不一样。如果一家公司并非资本密集型，即使现金流乘数高一些也完全正常。”

在进行投资分析时，阿米蒂奇还将一些宏观因素引入这种长期/短期净值评估法。

“1995 年 2 月，我们的净长期头寸仓位只有 35%，因为我们不看好当时的市场。当时我们并不缺乏好的长期投资策略，只是美元疲软，并导致欧洲通货紧缩和德国马克坚挺。同时，由于上述原因，在欧洲范围内，利率出现了上升势头。这样，我们便需要在看到欧洲国家如何应对这种局面后再采取行动。”

“我们持有净头寸的多少，是用战术对待市场并用战略对待股票的结果。我们关注的是利率、货币和市场方向。这里并没有什么非常特别或者科学性很强的东西。我们希望利率下降，不是上升。下降的利率对股票有利，相反亦然。美元疲软对欧洲不利。”

5. 投资组合周转：占取先机的必备法宝

阿米蒂奇认为，一名优秀的经理人必须不断调整他的投资组合。因此，即使你手中持有时间最长的股票收益一直很好，投资组合也不可避免地要发生周转。如果对阿米蒂奇投资组合的资产变化情况进行分析，就会发现，在周转方面，他总是市场上的领先者。比较一下他的摩根·格伦费尔 EGT 投资组合在 1991 年 11 月底和 1993 年 11 月底的情况，你会发现变化很大。在这两年中，该投资组合原来 95 种持有资产中只有 13 种保持不变。这 13

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种资产在 1991 年的仓位是 18.5%，但到 1993 年就只有 11.6% 了。

对于阿米蒂奇而言，发生这种变化不足为怪，因为他在收购股票时，头脑中只有一年的时间框架。

“我主张不应当和你不再喜欢的东西继续呆在一起——但许多人却不这么做。你也不应当在一种股票没有持有的理由时继续持有它。要积极改变，而不要消极等待，这一点非常重要。有的人经常说‘我们持有 X 股是因为我们想在德国投资’，或者‘我们持有 Y 股是因为它是股指的一部分’之类的话，但这些都不是持有某种股票的充分理由。”

我主张不应当和你不再喜欢的东西继续呆在一起——但许多人却不这么做。

根据埃杰顿资本管理公司的上述经营哲学，阿米蒂奇每个月都要评估并重新平衡投资组合，似乎一切要从头开始。这样做的目的就是要使投资组合既包括在近期内变动的股票，也包括将长期产生实质性收益的“睡狮”。“我想，这就好比开面包房，每天都在卖面包，但不时也会通过做婚礼蛋糕挣点外快。”

投资组合以外的话题

埃杰顿资本管理公司在投资过程中不仅重视投资组合的管理，而且同样注重对上市公司进行分析和挑选股票。从投资组合的管理思想中提取精华，应用于某个上市公司，这就是阿米蒂奇着手选择各项投资的起点。在阿米蒂奇的投资组合不断发展变化的同时，其中各只股票也会因某些指导因素而发生变化。到目前为止，这个发展过程如下所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先是增长问题。

“上市公司的管理者必须能够从上至下地逐一回答下列问题：你们的业务能够增长吗？如果能，为什么会出现增长？利于增长的因素有哪些？然后，我会问自己：他们的答案符合逻辑吗？我是否相信并接受这种答案？什么能够阻止这种增长？”

其次是利润问题。

“我们特别重视上市公司的成本结构以及经营杠杆——这具有双重意义。”

最后，阿米蒂奇不可避免地回到资金流量的问题上。

“这家公司是否有能力自行融资？公司管理层对自身资本和资产使用的态度至关重要。我们不喜欢在对待自己的股票这个问题上十分马虎的公司，并且会避开那些不能持续地通过现金自由流动获得发展的公司。公司管理层也不应容忍任何稀释股票的行为，除非有绝对的必要。”

我们不喜欢对待自己的股票十分马虎的公司。

阿米蒂奇不太注重国家权重。无论是地区性还是全球性基金的经理人，其中绝大多数人都会参照投资地理分布的相关基准，以确定自身的定位。但阿米蒂奇对此不以为然，甚至不知道自己各只基金的地理组合情况。

“我们习惯于自下而上地观察市场，而不是自上而下。因此，市场风险只是我们对任何一个特定投资地点产生的各种投资设想的一个参数而已。”

“在某个特定的时间，一些突出的市场主题会使得一个国家比另一个国家更具有投资吸引力。如果一个国家刚刚经历了货币贬值或已经选出一个支持企业和股市的政府，这些对投资者而言都具有积极意义。同时，意大利和瑞典货币的疲软对某些企业的经营显然是一件好事。比如，意大利南部专门生产皮革座套的纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图齐公司不久前在意大利本地还没有业务，但它很早就利用当地的低成本优势进行出口加工。当然，从总体上说，上述情况也会有例外。总之，某些市场主题也许会促使我更为仔细地考察某个国家的特定行业，但除非能在当地找到好的投资计划和适合的企业，我一般不会因此增加这个国家的投资权重。”

“还要看到，许多关于国家的市场主题并没有获得成功。当年，我没有轻信德国统一会带来利润高涨的市场预期。当时有一种理论认为，随着东德市场的开放，整个德国的许多公司将增加利润。但是，我却无法在德国的股票市场上看到机会。而且现在回过头看，德国并不比其他市场发展快多少。”

出于同样的理由，除非确信没有在投资组合中制造出过多的相关性，阿米蒂奇一般也不会注重产业权重。然而，他也积极地寻找那些催生大批企业、展现良好收入增长势头的行业主题。这一做法为阿米蒂奇在 20 世纪 90 年代前半期创造优秀业绩做出了贡献。

“我们很好地利用了关于电信和手机的市场主题。我认为，手机是一种实用技术，它的确改变了人们的生活方式。为此，我们长期不惜重金地购买此类股票。和一个每个月收到巨额话费账单但还要使用手机的人一样，我也没有因成本高而减少投资，因为手机毕竟给人们带来了便利。我认为，手机的进一步普及将不可避免。看到一个如此重要的技术在你面前逐步发展壮大，的确是件令人振奋的事情。”

“我们已经对芬兰诺基亚公司等手机设备制造商以及英国沃达丰集团和意大利 TIM 公司等运营商进行了投资，并在基内维克公司这样的电信企业中持有部分产权。我一直认为，手机这个市场主题将不断发展壮大。因为，如果手机相关服务的价格合理，每个人都会想拥有一部手机。此外，手机市场价格下降弹性也是巨大的，因为全新的技术如手机数据传送还没有普及。不过，美国惠普公司已和诺基亚公司联手开发将手机与电脑合二为一的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术。”

如上所述，阿米蒂奇通过跟踪某一市场主题取得了额外利润，但也有过失败。例如，关于离境服务业将要兴起的预期从未得到实现。阿米蒂奇指出，这是他的重大失误之一。经过这次失败，并根据以前观察到的其他经验，使他最终决定采取某一时间只盯住一只股票的战略，并以此作为指导他投资策略的最高原则。

“对于某些行业而言，你必须观察整个行业而不是其中某个公司。比如对于散装货轮行业，了解全部情况要比只看部分现象要重要得多。你必须关注整个行业的运行周期才能选好投资时机。因为在这个行业，最重要的是船队情况良好，而无论公司管理层如何运作，都不会对营业数字产生太大影响。”

“但是，从整体上说，行业分析对我没有什么用处，但通过分析某个企业却能使我得到正确的答案。西班牙不锈钢制造商阿塞里诺克斯公司是一家优秀企业，它有严格的财会制度、良好的工厂和强大的管理层。在人们讨论中国不锈钢进口关税的升降将对全球不锈钢行业产生何种影响时，我无法进行分析，但阿塞里诺克斯公司却可以很好地分析出将会发生何种情况。”

“1995 年中期，造纸企业的股价表明它们的增长周期快要结束，但当你和一些造纸企业谈论这一问题时，他们却不能给出确定的答案。然而，实际上，相对于已有生产能力，当时造纸业的资本开支的确处于很低的水平。当这一行业市盈率下降到 5 或 4.5 时，市场恶化的可能性就增大了。”

如果想了解埃杰顿资本管理公司如何使用投资战略，最好的办法就是和他们讨论一些特殊的股票。阿米蒂奇最拿手的事情就是谈论他为何喜欢某个企业或为何愿意对另一家企业作短线投资。当他的推理过程步步展开时，你便可以发现他在制订投资决策时所采用的以下几条标准：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 强大的管理层是首要标准

阿米蒂奇并不赞同沃伦·巴菲特的名言：当一个优秀的管理团队管理一家不良企业时，人们往往看重企业的名声。的确，人们更愿意看到优秀的管理团队管理优秀企业；但是阿米蒂奇认为，优秀的管理团队有时候能够使不良企业重新赢利，而且在必要的时候，他会向不良公司的管理团队提供支持。

“众所周知，目前英国服装市场并不景气。20世纪90年代英国经济的大环境也欠佳，消费支出疲软、零售业已经饱和、竞争激烈、全国购买力过剩。尽管如此，我们还是购入了服装零售商耐克斯特公司的大笔资产，因为它的老板戴维·琼斯是我所见过的最好的企业管理者之一。自20世纪80年代后期他接手管理这家公司后，股价一直上升，从每股9便士涨到目前的550便士。”

2. 拥有非常明显的竞争优势

这一点经常是企业取得市场领导地位的关键所在，但也不绝对。而要用一句话归纳竞争优势，并使之广泛适用于不同行业，就更加难上加难。一个企业要在所有的市场中成为领导者很困难，但在一个小环境中却比较容易做到。小环境意味着企业有可能实现持续增长，而只有保持持续增长，企业才能增加收益和出现强大的现金流。以下是一些企业的例子：

- 英国航空公司垄断了伦敦希斯罗机场；
- 哈姆利公司拥有英国玩具零售业的最佳品牌；
- 万盛国际公司几乎控制了英国保险经纪软件系统的业务；
- 比克公司在英国几乎就是水笔和一次性刀片的同义词；
- 芬兰航运公司垄断了芬兰水路进出口生意。

这里需要强调的是，对于上述企业的评价只是阿米蒂奇1996年4月的看法。众所周知，在投资行业里，一个星期可能就是一个很长的周期。阿米蒂奇投资组合的构成日新月异，他在某个时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候说过的话也不能被认为是关于买卖何种股票的建议。因此，我们应该加以重视的是他的总体投资理论。

“哈姆利公司是我们的投资对象，它拥有一个著名品牌和一家总店，同时依靠核心品牌做一些衍生的赚钱生意。该公司在霍华德·戴尔成为老板前，曾经一度管理不善。后来戴尔采取正确的激励手段启用新人，改变了这一局面。作为一家零售商，哈姆利公司的营业利润极高，超过50%，因而拥有了一个很好的经营杠杆。有了这种条件，如果遇到行情好的时候，就可以产生强大的现金流。”

“英国航空公司是我们的另一项重要投资。我们认为空中客运市场所处的大环境不错，需求正在上升，运量限制严格而且飞机数目有限。我最近还与斯堪的纳维亚航空公司的管理人员进行过接洽。他们未来几年的资本支出将主要用于更新现有飞机。”

“英国航空公司在世界主要机场之一的希斯罗机场居于垄断地位，在跨越大西洋的航线上也处于优势地位，而且航线利润极其丰厚——这在很大程度上反映了过去大英帝国在非洲和中东的某种遗产。它还拥有注重节约成本和提倡利润驱动的管理方式。我认为，目前市场对该公司的估价过低，实际估价应为10.5倍的市盈率。”

“万盛国际公司在银行保险业界十分活跃。它刚刚完成一次大收购行动，但投资大众过去和现在对该公司此举都持有疑虑。有人对他们解决收购当中产权问题的方式提出了疑问。但是，所有的怀疑都不敌以下的事实：根据收入质量和增长前景，万盛国际的估价非常低，而且它处于上升型产业当中。该公司的保险业务以擅长取得“收费站式的交易收入”而著称，质量很高，也很有吸引力。在过去几年中，该公司税前利润转化成现金的比例是100%。该公司市盈率大约是14倍，大大低于其实际增长。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 除了现金，还是现金

现金流动情况是阿米蒂奇评估企业财务状况时采取的主要指标之一。的确，他重视企业的成长、利润和资产，但自始至终都会审视企业的现金特征。这时，他会不断地问自己：这家企业是否能产生现金流动？如果不是，它是否具有产生现金的潜力？如果答案是否定的，他就会接着考察另一个方面的问题。阿米蒂奇反对将现金流的产生与现金流乘数混为一谈，并认为这一点至关重要。在这一点上，阿米蒂奇的观点和那些将低现金乘数看作万灵药的投资大众有很大的不同。

现金流动情况是阿米蒂奇评估企业财务状况的主要指标。

"现金流乘数低并不一定就是好事。一些企业乘数低是因为增长率低或负债过多，它们往往必须把全部现金转入银行，从不将现金返还给股东。所以它们理应得到较低的估价。这种企业看上去很诱人，但可能会陷入困境。你必须根据各个企业的经营情况进行仔细分析，才能发现什么样的乘数对某个企业最为适宜。"

"要是你留意一下斯堪的纳维亚半岛的航空公司，你便可以发现它与欧洲大陆的航空业形成有趣的对比。挪威的地区性航空公司布罗滕公司，兼有现金乘数低和其他诱人的特征，其飞机编队的平均年龄大约是4年半，大概是航空业中最年轻的。那么，现金乘数低是否真的能转化为现金自由流动呢？并非如此。布罗滕公司并不准备花很多钱添置新设备。它的经营是否出色？我可以告诉你，它比绝大多数同类企业都要赚钱，而且生产力极高。该公司平均每隔20分钟检修一次飞机，因此设备利用率很高。"

"那么，布罗滕公司的股价究竟便宜与否？我认为，相对于其他欧洲航空公司，它的确便宜，因为它的现金流乘数低于合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

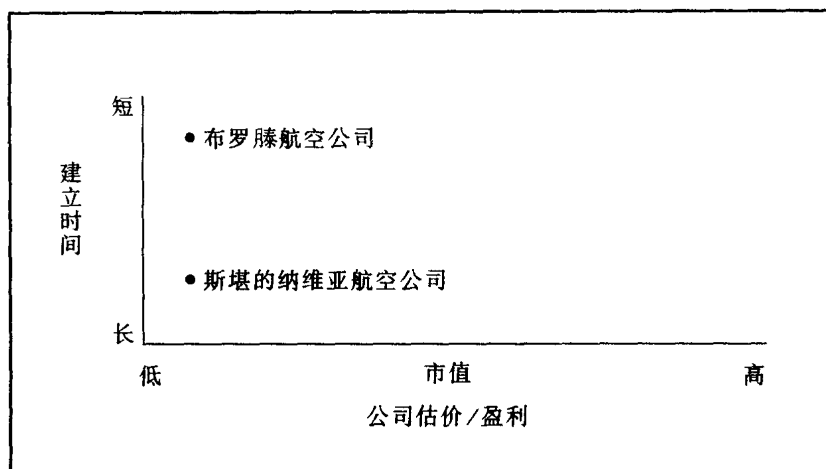


图 2－1　航空公司估价对比

水平。斯堪的纳维亚航空公司的乘数也许合理，因为它需要为加快机队现代化而制订开支计划。”图 2－1 说明了这个例子。

4. 通过折扣取得增长

在评估了企业现金情况和处理完其他事务之后，阿米蒂奇总会立刻找到一家最具增长潜力的企业。从某种意义上说，他是一位价值增长投资者。他认为，如果企业的销售正在增长，其收益也不会差多少。吉姆·斯莱特将这种评估方法浓缩为一个指数，即 PEG(股票市盈率与公司未来预期赢利增长之比)，目前英国每一家上市公司在进行电脑分析时都使用这个指数。阿米蒂奇的评估方法看上去更复杂，但在实质上最终也会浓缩成类似于这个指数的东西。他最喜欢在市盈率小于潜在收入增长的价位上进行投资。如果整个市场的市盈率都小于潜在收入增长，则更是他求之不得的好事。

埃杰顿资本管理公司买卖股票的一些事例反映了他的这一投资思想。

“意大利电信公司拥有一项高价值的手机业务，而且增长迅速。当该公司被拆分时，它的股票价格没能反映出手机用户数目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的显著增长以及纳税情况。当时，我们对该公司进行跟踪观察已有数年之久，但仍然觉得还有很多工作要做。最终，我们选择意大利手机运营商TIM作为我们1995年中期的最大持有资产。这个公司经营完善，它的用户数量当时是世界所有手机运营商当中最大的，而且仍以每月2.5%的速度增长。和它竞争的另一家意大利运营商刚刚建立起自己的网络，而且在资产平衡方面不如TIM。最重要的是，TIM的现金流乘数低于所有同类企业，这使它更具吸引力。”

“一家名为泰柏林·格杰德的挪威大企业也是我们的投资对象，它主要为企业、医院和政府等机构提供办公用品。它在本国的总公司利润很高，近年来的年均综合收益增长率大约是30%。而且，令人高兴的是，总公司的现金流乘数只有12。总公司可以称得上是一家超级企业，理应得到更高的估价。但是，该企业在瑞典还有一家分公司，它连收支相抵都成问题。瑞典分公司是挪威总公司选择错误时机进行收购的结果，更何况这家分公司自身就是不良收购的产物。瑞典分公司的损失为挪威公司的优秀业绩蒙上了阴影。当时，我们就想搞明白，如果瑞典分公司情况好转，整个企业的价值将是多少？后来，瑞典分公司在付出艰苦努力后做到了收支相抵，然后又收购了教育辅助行业里的一个经销商，并同时引进了优秀的管理人才。通过这样的调整，分公司的市场部门得到合理改造，它同时实现了收购利润，并完成交叉售股。1997年，泰柏林·格杰德公司作为整体使我们获得了丰厚的投资利润，而它的瑞典分公司也大大减轻了我们的税务负担。”

对个股的重视反映了阿米蒂奇每项投资行为的核心策略。这一策略并非只是他用来评估一家企业的方法或分析工具，而是整个投资过程的全部。他首先会和各个企业的管理层讨论各种企业和行业问题，奠定这一策略的基础。有人说，阿米蒂奇就像一名投资弓箭手，拥有一个放满各种问题的“箭囊”。他在找到每一个问题的答案后，又会产生出另一个问题。他以一种与生俱来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



阿米蒂奇就像一名投资弓箭手，拥有一个放满各种问题的“箭囊”。



怀疑对待所有问题的答案，经过多次反复问答，最终才能确定投资对象。因此，能够通过这种检验过程的企业为数不多，爱尔兰银行就是其中一家。

“爱尔兰银行的业务不算复杂，它在本国银行界拥有庞大的市场份额，还从事国库券买卖，并控制了一家美国银行。”

“我首先就贷款增长、保证金以及成本等问题询问了该行管理人员，结果发现它的利润和股票回报率都很高，而且许多股票为本行所持有。同时，尽管它有大量过剩资金，但现金乘数却比较低，而且它在美国拥有的那家银行不具有战略意义。所以，最近我们和该行管理层开会时有一半时间就是探讨下列问题：你们究竟需要多少资金以及将如何处置过剩资金？你们在美国的控股银行前景如何？随后，我们又进一步提出了几个问题：你们将如何把资本返还给股东？如果你们决定采取股票回购或分红的返还方式，好处又是什么？我们以直接的方式提出了这些问题。”

“在这次会谈后，我感到很满意。这不仅是因为他们完全同意我们的意见，还因为他们经营得当，注重利润，而且对股东高度负责。”

“后来，他们在美国的控股银行与苏格兰银行美国分行合并成一个新的实体，而他们在这个更大的实体中拥有 23% 的股份。他们可以通过出售这些股份获得更大的利益。”

“一家公司的管理层能在规定的责任范围内与股东进行公开和坦诚的对话，是这家企业有自信和经营完善的标志。反之亦然。”

“我从未对宝鹿碧公司进行投资，因为它的管理层永远也不能向我解释为何他们的现金流低于收益。在与他们的几次接触当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，他们的沉默寡言使我心存疑虑。我同时有意回避挪威的银行，因为他们的管理层不能使我相信其资产的质量。”

归纳起来，能吸引阿米蒂奇的企业必须要具有以下特点：

(1)拥有良好的特征：

- 高质量的收入增长并/或具有赢利能力
- 能够产生可以自由支配的现金
- 无懈可击的资产负债表
- 管理层注重股东权益

(2)其价值方面的吸引力与下述方面有关：

- 增长
- 现金自由流动
- 竞争者
- 市场
- 私人价值

阿米蒂奇投资百宝箱里中还有一样好东西，那就是——集团折扣。

5. 集团折价

阿米蒂奇在寻找价格偏离价值的股票时，不仅积极抓住现有机会，而且还力图发现潜在机会，二者同时并举。一般认为，一个企业集团的总价值就是其各部分价值的总和，但有时候如果试图用这种方式算出总价值，结果却毫无意义。因为，在一个企业集团中，某一部分独立意义上的价值既可能比它在整个集团内的价值更小，也可能更大。后一种情形对阿米蒂奇这样具有超前意识的投资者具有吸引力，因为他从中发现，除了直接介入企业的运作以外，还有其他方法可以改变企业的股价。

许多投资者也许没有注意到，一家著名的英国企业集团就有这种情况。这家在英国家喻户晓的集团因此成为阿米蒂奇 1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的首选投资对象之一。

“如果布莰集团的各个部分作为实体分别上市交易，或者在不对集团整体造成重大成本损失的前提下将其拆分，那么这些实体的市场价值加起来应该大大超过该集团目前的总估价。”

“布莰集团中的布莰药品公司非常成功，但它的成就不幸被集团内另一些不成功的实体所掩盖。如果我们把那家名叫‘全都做’的公司从布莰集团分离出来，也许可以改善这个公司的管理，并使其估价不至于沦为负数。虽然布莰集团直接卖掉它将造成经济损失，但如果拿出该公司一年的分红用于调整资本结构，并将它拆开卖给股东，也许就能皆大欢喜。”

“布莰药品公司是英国最好的企业之一，根据它高达 75% 的资本回报率和在行业中的稳固地位，它的价值究竟是多少？是 18 倍的市盈率吗？我认为这个数字比较实际。尽管布莰药品公司是集团的合同企业，并委托第三方承包商进行销售，但它却不可能从布莰集团分离出来，因为它在集团中的地位太重要了。布莰药品公司确实是一家好企业，所以它理应得到上述估价。”

“再如，布莰集团的非处方药实体由于在全球扩张过程中投资过多，致使营业额下降，利润降低，因此它的现金乘数比较高。但这个实体如果作为布莰集团的一部分，其乘数就不会这么高。如果光就这一实体而言，它的价值应该比在集团当中高。最近关于‘儿童世界’公司的交易就是类似的例子。这家公司的营业利润仅为 200 万英镑，但却以 6000 万英镑的身价出售。这就类似于我所描述的关于布莰集团的情况。”

阿米蒂奇认为，不管企业经营状况如何，集团折价都有可能成为股东获得增加值的源泉。受到阿米蒂奇长期推崇的瑞典塞库瑞塔斯集团就是一个很好的例子。该集团于 1990 年上市，当时每股标价 90 克朗。阿米蒂奇非常欣赏该集团的管理人员，尤其是董事长梅尔克·舍林和首席执行官托马斯·贝格伦德。1994 年，该集团股价上升到 200 克朗，并向股东兑现了红利。该集团在三年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间内就取得这样高的回报率，已经非常不错了。但好戏还在后头。

"塞库瑞塔斯集团曾拥有一家经营得当但规模不大的制锁企业，名叫阿萨公司。后来，阿萨公司从集团分离出去，和阿布卢瓦公司合并。在此过程中，合并产生的新公司向塞库瑞塔斯集团的股东派发了股份。此后，新公司的利润大幅上升。至1996年4月，塞库瑞塔斯集团的股东不仅持有升值到375克朗的该集团股票，还持有价值78克朗的新公司股票，因此得到更多的分红——总之，在这两年中，他们获得了许多额外的回报。

阿米蒂奇从不以某某金融分析学派的门徒自居。在应该如何运用和解释某种投资模式的问题上，他都有自己独到的见解。

"我从不相信票面价值，因为它只是一种财务上的虚构。谁能知道资产的真正价值呢？如果一个企业的估价大大低于其票面价值，但它的工厂却毫无利润，这又有什么意义？也许给它换个管理班子可以好一些，但我又怎么能知道它的工厂到底如何呢？如果你同时询问两个人：这家工厂能否提高效率？那么肯定其中一个会说能，而另一个则说不能。"

"我曾对一家瑞典造纸企业进行过跟踪调查。这家企业的股市交易值为现金流的三倍，而且估价低于票面价值，但了解实情的人却说，没人会购买它的工厂。那么，这家企业真正价值多少？有时候，票面价值只相当于物品清单，你可以拿出来看看，但它又有什么价值？你也许只有对它进行挖掘后才能发现其中的价值，从而搞清自己的投资能否获利，否则票面价格就无关紧要。只有房地产公司的票面价值比较接近实际。"

> "我从不相信票面价值，因为它只是一种财务上的虚构。谁能知道资产的真正价值呢？"

"如果一项生意拥有某种特许经营的成分，那么它的票面价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值就没有什么意义。从票面上看，英国联合饼干公司饼干生意的资本回报率是25%。但其实这种饼干的品牌本身就有价值，但却并不反映在资产负债表中，因此这个资本回报率就不是一个真实的数据。"

由于上述原因，被阿米蒂奇列入投资组合的企业，大多不是传统意义上资产丰厚的企业。这些企业的实际价值很高，但这并不反映在它们的资产负债表中。

要彻底理解阿米蒂奇如何使他的投资业绩大大超过市场平均水平，不妨研究一下他利用过的一些市场主题。这些主题已经使他本人和他的股东获得了成功。

"1988～1989年，我们对一些负债高的周期式企业进行投资，从中大赚了一笔。其中包括德国赫施公司和挪威莱夫赫格公司，它们分别经营钢铁和散装货轮，当时正处于高速增长时期。尽管它们的收益上升了，但当时市场刚刚经历了1987年美国股市大崩盘，许多股票都被贱卖，因此我们仍可以在低市盈率的水平上购买他们的资产。不用说，我们抓住了这一良机。"

"在欧洲，你还可以找到这样的企业，它们拥有重要的边缘性资产，但却没有被正确估价。"

"1993年，我们决定寻找那些走出前两年产业困境的企业。当时，有许多迹象表明，利率一定会下降。在那些政府无需通过提高利率支持货币的国家，这种情况最有可能发生。那些易受利率影响而负债较高的企业将从中获益。西班牙的公用设施企业就是这样。在挪威政府将利率提高30%～40%后，两家大银行倒闭了，但挪威信贷银行——一家较小的抵押银行却得以过关，而且贷款损失很少，只有2%。它的账面资产由良好的抵押品或现金组成，其估价为账面价值的一半，而且资本比率较高。我们在投资时很好地利用了这些特点。"

阿米蒂奇在投资活动中养成了一种有趣的个人习惯，那就是他总是寻找投资组合和个人生活的交叉点。这种做法与美国投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家彼得·林奇的“购物中心”投资手法截然相反。

“如果我持有某家企业的股票，那么我将试着使用它的产品。我每次到美国，总会问酒吧里有没有喜力啤酒，目的就是观察它在当地的销售情况。当我们持有瑞士微电子和手表制造公司(斯沃奇)的股票时，我总会购买一大堆斯沃奇产品，以了解它们的品质到底如何。”

对于像他这样只用自下而上的单向思维进行选股的经理人而言，选股过程非常重要。他在制订投资计划时，必定会采用各种手段加以补充和完善。而在抓住重大投资机遇之前，他必须先要找到合适的候选投资对象。这就是阿米蒂奇成功的秘密。他的一些做法称得上是普遍适用的硬道理，但其他一些做法只适用于职业投资者或持有很大资产的个人投资者。

“我们坚持和最出色的股票经纪公司进行合作，并采纳它们最好的分析成果。如果你能以支付佣金的方式和最好的分析人士合作，何必还要专门在公司里设立一个职位呢？股票经纪公司拥有大量富有创造力的人才，他们毕生致力于走访各家企业。结识他们很有必要。”

“我总在考虑各种投资主张。我的主要工作之一就是过滤和筛选这些观点。如果总是纠缠于诸如‘价格和价值相差5个还是10个百分点’这样的问题，那就没有什么意义。”

> *我们坚持和最出色的股票经纪公司进行合作，并利用它们最好的分析成果。*

阿米蒂奇到底属于哪种类型的投资者？要做出令人信服的判断，的确很难。

“我们遵循沃伦·巴菲特的格言：‘我们都希望抓住折价现金流高涨的时刻。’投资者最根本的任务就是要实现资产净值的增长。这种增长究竟来自于一家市盈率很高、增长迅速的企业，还是来自于一家市盈率很低、几乎不增长的企业，这并不重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一回事。”

“我不善于用理论预测市场的转机，我只喜欢购买自己面前可以看到的东西。”

阿米蒂奇对成败看得很轻。他向我透露了自己得到的一个教训，并表示这是每个投资者都应当注意避免的错误。

“我在投资场上的重大失误都是由于股票下跌时仍不放手导致的。当股票变得一钱不值时，为什么还不赶快脱手？当时，我只觉得自己比市场高明——但其实并非如此。所以，如果市场行情暗示你要脱手，在绝大多数情况下，你就应该脱手。光贪图便宜是不行的。人们都有一种情绪和心理习惯，就是都想后退一步，以验证自己决策的正确性。投资场上最严重的损失往往发生在情况不妙时仍不愿脱手的人身上。你不能忽视市场信号。不管你的分析有多么出色和深入，也无法完全了解某种股票。而且，你在走访企业、与经纪人和分析员交谈以及阅读其他研究成果方面花的时间越多，对成功的期望值就越高。你会爱上自己的工作，但千万不能这么做。我最引以为荣的一件事就是，有一次，在经过反复研究后，我们在沃尔沃公司做了一笔大投资，但同时我们也看到了一些不妙的迹象。所以，当沃尔沃的股价跌到125克朗，降幅为20%时，我们早已卖出了所持股票的三分之二。这样不管如何，最后都能收支相抵。”



如果市场行情暗示你要脱手，在绝大多数情况下，你就应该脱手。



“当你购买或出售一只股票的时候，总会有一种希望或者是猜测的成分，因为你假定它存在价格偏差。但你这是在对未来价格走势作预测，而预测本身就是件很微妙的事情。”

“在投资场上，如果你的失误率只有40%，那就算是遇上了好年头。要做得更好就很困难了。所以投资成功的关键在于，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在得手的时候你获得多少，而在失手的时候又损失多少。处于逆境时，你的目标就是不能损失70%或50%，而仅是15%或20%。如果一朝得手，就要力争取得100%或200%的利润。这样利润就会比损失大得多，你也会最终稳操胜券。”

一般人如果经营一只重点投资于欧洲证券的基金，不免都会担心投资回报受到货币走势的影响，这无可厚非。阿米蒂奇早年在管理摩根－格伦费尔欧洲成长信托时，却能举重若轻地搁置这种忧虑。将他当时取得的业绩与摩根－斯坦利国际资本欧洲指数(MGEGT)相比较，并用三种世界主要货币的形式分别表达，就会发现一些很有意思的东西(参见表2－1)。

表2－1　年度总收益(1988年4月～1994年3月)(%)

英镑		美元		瑞士法郎	
MGEGT	指数	MGEGT	指数	MGEGT	指数
27.1	16.8	22.0	12.2	22.7	12.8

在阿米蒂奇离开摩根－格伦费尔银行前不久，根据《华尔街日报》刊登的米高柏公司基金评比结果，以5年期计算，阿米蒂奇管理的基金在247种入选的欧洲股票基金中名列第一。

这是一项杰出的成就，它使得摩根－格伦费尔欧洲成长信托的许多客户跟随阿米蒂奇来到埃杰顿资本管理公司。在新的岗位上，他管理着更多的资金，而且继续保持着超过市场的业绩。

取得如此辉煌成就的阿米蒂奇自然受到无数人的称赞。这种赞美在世界许多财经报刊上随处可见，同时也可以经常从当代世界一流职业投资家的口中听到。以下列举其中几个例子：

“我认为他是欧洲最好的选股者。”

——阿兰·德贾诺格列，国际资产管理公司

“在阿米蒂奇的管理下……摩根－格伦费尔欧洲基金在困境中也一直表现很好。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——菲力普·科甘，《金融时报》

“埃杰顿资本管理公司的阿米蒂奇先生是最棒的投资者之一。他是个有激情的人。”

——苏珊·道斯，沃森·怀亚特公司

“毫不奇怪，人们不断将资金投入埃杰顿公司。”

——罗伯特·邦特－弗里德海姆，《华尔街日报》

“比起其他投资经理人……他更彻底也更专注。”

——哈罗德·格里姆斯鲁德，《财经爱好者》

“如果有人能在诡异的市场上做出成绩的话，他(阿米蒂奇)就是一位。”

——斯图亚特·米切尔,摩根－格伦费尔投资管理公司

展望未来，阿米蒂奇预言欧洲经济将面临困难，而经济大潮中的优胜劣汰将比过去更为激烈。

“我认为，欧洲各地都将出现某种低通胀和低增长，这就是未来的经济环境。它将使得公司的收益增长更加困难，而且将导致优劣企业之间的差距更加明显。在这种环境下，企业将很难取得定价权。公司重组将成为家常便饭。”

“我们正处于一个低增长、低通胀的环境当中。我们缺乏具有定价权的特殊服务或产品，同时，如果企业在经营中不具备国际特征以及开拓海外市场的能力，就很难实现第一流的增长。此外，随着关税壁垒的降低，出口将成为实现增长的另一条途径。”

“你关心木料防腐剂或热带植物保养服务的价格吗？这也许是吉利通公司经营成功的原因之一；如果保安服务的质量很好，人们是否会为其价格争论不休？这些都是能够实现可持续增长的行业。在目前的经济环境中，找一个不必过多担心其价格的产品，不失为一条投资捷径。”

“展望未来，有些欧洲品牌能够继续在世界各地畅销无阻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

喜力啤酒就是这样。它在欧洲的特许经营业务做得很大，同时也取得了出口增长。喜力虽然不如可口可乐赚钱多，但它能够克服本国货币荷兰盾的汇率劣势，取得不错的成绩。”

阿米蒂奇认为，从整体上说，如果投资者只知道猜测政治因素对市场的影响，就难以有很大作为。当然，进行投资分析时应该考虑到政府政策的变化——但仅此而已。如果政府正在增加外购开支，投资者在考虑购买股票的总数时就多了一个额外的参考因素，但并不能以此做出最后决定。

把对冲基金经理人说成是保守的投资者，这听起来很矛盾，但却适用于阿米蒂奇，这就是他的特点。他总是小心翼翼地将市场和行业的风险最小化，在选股时不带任何感情色彩、偏见或个人化的判断。他观察企业如同做临床诊断，简洁而明了：财务背景和经营业绩呈现出盈利机会了吗？——这种机会是持久的还是短暂的？阿米蒂奇有一句经常被人引用的名言：“在容易赔钱的时候，你要设法生存。为什么偏要伸出头送死呢？”你应该相信，能够说出这种话的人，一定可以通过精心计算帮你远离风险。所以，和阿米蒂奇一起投资，你肯定能同时得到安全保证和巨额回报，一举两得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 欧洲最强的投资经理人之一。——《华尔街日报》
* 在成为一名经理人的头两年中，博尔顿使他的基金增长了62%，而同期的欧洲基准指数仅增长9%。
* 如果在1979年将1000英镑作为投资交给博尔顿，到1998年它将变为45,096英镑！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

安东尼·博尔顿：
追求价值　不赶时髦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现年46岁的安东尼·博尔顿被金融界同行公认为是真正的欧洲投资大师，可以说英年得志。也许有人认为，相对他的年纪，这一称号来得过早。然而，他绝不是浪得虚名：他已在投资场上摸爬滚打了整整25年，而且早在16年前，他就已经取得了多数人一辈子也难以实现的成就。

有人称他为“伦敦的彼得·林奇”，但他自称受之有愧。事实上，博尔顿堪称英国投资界屈指可数的传奇人物之一。他获得的赞誉不胜枚举。仅举几例就足以说明问题：

- “一位天才的选股者。”《货币观察家》
- “他的长期佳绩不言自明。”《基金研究》
- “一位值得仿效的基金经理人。”《投资者纪事》
- “欧洲最强的基金经理人之一。”《华尔街日报》
- “如果没有安东尼·博尔顿，任何一篇关于金融大师的文章都将是不完整的。”《星期日泰晤士报》

诸如此类的评价多不胜数，恕不一一引述。我们稍后还将用数据加以佐证。现在，我们首先来了解一下安东尼·博尔顿一步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步走上职业生涯巅峰的过程。博尔顿在大学学的是工科，他投身投资事业纯属偶然。在这件事上，他现在的数千名基金股东应该感谢当年那位不知名的宝洁公司行政人员，是他指点博尔顿改行投身金融界。

“我年轻时曾有一段时间想将成为一名科学家，我最初的确以此为已任。当我到剑桥大学参加入学面试时，开始是想学习自然科学，但我未来的老师告诉我，学工科容易出成绩。从实际角度考虑，我决定学工科。因为我最热切希望得到的就是出人头地！其实当时我并不确定自己是否适合学工科，但它却是当时一举成名的最佳捷径。我认为，在工科当中，计算机专业最有前途。后来，我参加课外职业指导培训。老师们对我将来适合从事何种工作进行了测试，内容涉及企业管理和一般性问题。”

“当时有一位商人，是我家世交，他认为在伦敦金融城实习能使我学到许多经验。他说，即使日后我不愿意留在那里，也能学到通用于其他行业的东西。后来，我参加了宝洁公司组织的‘大学生访问企业’活动。在回校途中，宝洁公司负责此次活动的一个家伙对我说：‘如果你真的想名利双收，千万不要加入工业界，而要到伦敦金融城去！’”

博尔顿接受了这个建议，毕业后加盟凯泽·厄尔曼银行，从最低的职位做起，成为“他们第一个、可能也是最后一个大学毕业的小伙计”。他最初的差使就是认识伦敦金融城的各个重要建筑，充当向英格兰银行递送国库券投标书的信使，这是他金融生涯的第一步。“在那里当信使，不允许跑着送信，否则会遭到歧视。”在此过程中，博尔顿发现，与从事投资相比，当个戴着大礼帽的银行家对他并没有多少吸引力。因此，一旦见习期结束，博尔顿便加入凯泽·厄尔曼银行下属的三只斯罗格莫顿系列封闭式基金的管理团队，投身于他的终生归宿——投资场。

博尔顿最初参与管理的这三只基金属于投资业的“偏门”——小企业投资。在基金管理团队中，他以同行前辈比尔·多伊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和鲍勃·西布鲁克为师，在投资场上初试身手。

“我在那个时期懂得了两个道理，我在整个职业生涯中自始至终都没有忘记它们。首先，整体而言，小企业比蓝筹企业更有吸引力，而且这个领域赚钱的机会也更多。其次，如果你想投资于小企业，想了解这些企业并确定它们是否值得你支持，你就必须亲自跑过去和经营这些企业的人进行交流。”

“拿当时的经营方式和我们现在在富达基金所做的一切相比，接触企业的次数和进行投资的方式已经不可同日而语。凯泽·厄尔曼银行基金管理团队包括一名基础研究人员、一名经济学家、有时还有一名技术分析师。这种传统仍然至今影响着我的工作习惯，使我在做基础分析的同时关注图表和技术问题。”

“当时我在凯泽·厄尔曼银行基金管理团队里的主要工作就是研读上市公司的年度报表。上级要求我们写出一份关于负债比率的概括性报告，而且我还得写一份带有结论的摘要。我们的工作还包括剔除特例和算出基本收益，但这种方法并不先进。然后，我们还要走访企业。我记得，有一次我们走访威尔士的一家平底锅制造商，看见工厂的一头堆满了平底锅。我们就问：‘这是怎么回事？’他们回答说：‘我们的设计出了问题。这些锅的柄本来应该是隔热的，但实际上隔热功能不起作用，在加热后，锅柄就会和锅体一样烫。这些都是退回来的货。’很明显，这家企业并不像市面上的一些人想得那么好！我们最终避开了这家公司。”

博尔顿后来加盟有“金融创新发源地”之称的施莱辛格投资管理公司，并在那里得到进一步的磨炼。虽然当时他对一些涉及量化模型和市场投资组合技术的实验性观点并没有多少把握，但已经开始学会运用一些投资工具。最重要的是，在认识到其中哪些工具有效、哪些无效后，他得以在凯泽·厄尔曼银行工作经验的基础上继续积累技能，并开始形成自己的一套经营哲学。

“我认识到，要战胜市场指数，你就得掌握有别于一般市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手段的东西。这个道理如今听来是显而易见，但在那个时候，连以指数为基准观察相对权重的方法都属于非常新的概念，而未被广泛采用。如果一个投资者的基金周转率很高，并持有类似指数化证券投资基金的资产，其业绩必定较差。为了做得好一些，你也许得接受更大的市场波动，以及更具风险的投资。这些投资往往是一些中、小盘股，而不是大盘股。但是，无论企业多么小，都可以进行风险的预测和管理。”

博尔顿很早就显露了自己的才能。他真正开始按照自己的方式掌管施莱辛格特殊形势投资信托是在 1977 年。仅两年后，他就取得了资产净值增长 61.7% 的成绩，而英国小企业同期平均收益增长只有 8.9%。当时，施莱辛格公司前任总经理理查德·廷伯莱克正在为启动欧洲富达基金招兵买马，求贤若渴地邀请投资人才加盟这个具有创新精神的实体。当已经小有名气的博尔顿主动和廷伯莱克联系时，立刻受到他的热烈欢迎。

“他们(富达基金)是一家很大的美国投资机构，在当地声誉卓著。能有机会加入这个处于投资业前沿的实体，我当时感到非常激动。”

博尔顿加盟富达时，已经确立了自己的投资风格，这种风格立即对富达特殊形势基金产生了巨大影响。这一风格经过岁月打磨，日臻完善。它在具体运用中变得越来越成熟，而精髓则一直保持不变。博尔顿的投资哲学经受住了 20 世纪 80 年代初经济衰退、1987 年美股大崩盘和海湾战争的考验，并沿用至今，一直都有完美和出色的表现。他这样阐述自己的投资哲学：

“我在投资组合中集中了一批冷门股票，以期取得超过平均值的风险报酬。我一般主要关注复苏型股票，在我的投资组合中，这类股票最多。它们是真正的复苏型股票，而非周期型。我心目中理想的股票是发行公司发生了某种问题，但看起来似乎又出现转机的股票。这种股票的发行公司可能在进行重组，或者管理层发生变化。我同时也会购买价值被低估而且没有被人仔细研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究过的股票。我还会购买被我称为‘不明显增长’的股票，以及那些经历了暂时波动或者我认为存在增长但不被市场认可的增长型股票。这些概括起来就是一句话：‘我选的都是老式和便宜的股票，但它们具有某种特质，能够在一两年内再次吸引投资者的注意力或兴趣。’”

我心目中理想的股票是发行公司发生了某种问题、但看起来似乎又出现转机的股票。

博尔顿的投资战略主要有三招：

1. 寻找不时髦和被低估的股票

首先，第一招就是寻找和发现不时髦和被低估的股票。

运用这一招的最佳例证是他以 700 万英镑的价格买进米德兰银行的股份。当时普遍的观点是，这家银行是英国清算银行中最差的一家。“当时，米德兰银行被认为是英国银行中风险最高的一家。但在我看来，从资本结构上说，它也是最具转变潜力的一家英国银行。”尽管米德兰银行的真实价值最终是通过另一家机构——汇丰银行才显现出来的，但这并不影响结果——对于博尔顿而言，不到 24 个月就赚得 88% 的利润。

博尔顿认为，价值低估的概念可以是绝对的，也可以是相对的。富达特别形势基金 1987 年度管理报告是这样表述的：

> 除了米德兰银行外，本信托同时购入巴克莱银行的股票和国民威斯敏斯特银行的股权证，与英国市场和美国同类银行相比，所有这些银行的价值都被低估了。

把购买不时髦和被低估的股票当做一种投资策略，这听上去像是陈词滥调，但关键在于如何实际操作这一策略。博尔顿把符合自己标准并能在他的基金中占一席之地的公司分成 8 类。这是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一种混合和复杂的投资手法，它博采许多不同投资学派之众长，但又不特别依赖于其中某一种派别。尽管我们要分别对这 8 类公司进行描述，但它们所涉及的各个投资主题却并非完全互不关联。在决定对某个企业进行投资时，可以同时应用其中多个主题：

(1) **内部复苏**

“内部复苏型企业是我最大的投资领域之一，尤其是在英国。这类企业中有许多涉及再次投资。我过去曾经持有第一国民金融公司等企业的股票，后来又再次持有。我从这些复苏型股票身上发现，人们一般都不愿意投资于业绩不佳的企业。威克斯集团和 LIG 公司是我们最近购入的两只此类股票，它们的核心业务仍然健康。但这两家企业盲目进行多样化经营，结果导致了危机。威克斯集团买下了一家木材进口公司，但却恰好是在这个行业发生衰退前的错误时机进行的，因而财务杠杆过高，造成经济困难。此后，他们被迫两次重新融资，但在那段日子里，它原来的基础业务始终是健康的。当然，我们现在知道，其中的实情也许并不完全如此，但至少从表面上说，威克斯的故事成为我们再次投资的经典案例。”

“(上市公司)管理层的变化是我经常追求的另一样东西。当 WPP 公司将优先股转成普通股时，它就成为另一个重新融资的案例。它是一家好企业，但负债太多。在我目前持有的股票当中，《镜报》集团也是类似的一个例子。”

“补充一下，这类企业身上总有一些东西使其他的投资者感到不舒服，因此他们不愿投资。但是，和其他人不一样，我的本性会让我对一家企业进行反复考虑。如果一家企业身上的某些东西使其他投资者敬而远之，我至少还想再观察一下。”

“20 世纪 80 年代早期，就有这样的一个例子：默西码头公司。当时，由于英国码头行业普遍成立了工会，这家公司陷入了困境。接着，政府出台了一项用经济补偿解决码头工人过剩问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的计划。这样，只要默西码头公司有过剩的工人，政府便会为此买单。这意味着该公司始终要背着不确定的债务，因此从理论上说，如果政府想把钱要回来，默西码头公司肯定无力偿还。但是，英国政府本身又是该公司的大股东，持有 20% 的股份，而且在董事会里有两名代表。因而，在我看来，政府要求该公司归还这些补偿金的可能性非常小。当时，你可以用 20～30 便士买下默西码头公司的一个交易单位(100 股)，为此你将得到价值 100 便士的公司信用债，此外还配送 1 股。”

“这家公司令我感兴趣的另一件事就是它在利物浦港拥有许多物业，而当时该港口和英国其他的入境口岸一样都变成自由港。这一变化使利物浦港的物业升值。”

“但默西码头公司还有一件事使绝大多数投资者们望而却步：它实际上是利物浦港的最后雇主。也就是说，被其他任何一家在利物浦雇用码头工人的企业裁掉的员工，默西码头公司都要予以收留；这是 20 世纪 80 年代早期英国首相撒切尔夫人改革劳动制度的结果。后来，AB 港口公司的上市使投资者们看到了第二家上市港口企业。由于港口行业确实可以产生好效益，投资者们开始懂得码头行业的运作及其吸引人的地方，也明白港口物业颇有价值。政府首先免除了 AB 港口公司因裁员所欠债务的 70%，开了一个先例。最后，政府又 100% 地勾销了默西码头公司欠它的债务。正如我预计的那样，政府不指望要回一分钱。因此，我们对这只股票的投资创造了堪称十垒打的业绩。”

(2)未被认可的增长

“如果我认为一些企业或产品存在增长，但由于某些原因，这种增长却得不到市场的普遍承认，那么这种企业就是未认可增长型企业。在这类企业身上，我总在寻找那些有朝一日能被市场另眼相看的东西。这是一种前瞻性的投资方法，因此也是一种连环猜谜游戏和心理游戏。这类企业中有一家名叫布尔默公司，它生产苹果酒，而苹果酒是近年来英国市场上少数几种销量不错的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饮料品种之一。数年前，我开始关注这家公司。当时恰逢英国垄断与合并委员会规范酿酒行业，布尔默公司因此受到制约。而且，作为该委员会政策变化的一部分，酿酒商们将不得不开放那些过去只销售本企业产品的定点酒吧。”

“与此同时，布尔默公司改变营销策略，决定大幅增加品牌广告投入，并采用类似于推广啤酒品牌的方法进行宣传。这看来是个成功的策略。但是，由于短期内使广告投入翻倍的做法会暂时影响利润，因此市场普遍认为公司利润将会下降。事实上，加大广告投入将在日后推动该公司利润的增长。我预见到，尽管一开始该公司产品销量的增长不能抵消成本的增加，但在一段时间后却能产生出更高的利润。”

“赌场是未认可价值型企业的另一个经典例子。由于现金收入预期高，美国和欧洲大陆的赌场一般会得到相当高的估价。但由于一些原因，投资者一直对英国的赌场不放心。这种担心不无道理，因为赌场在英国曾是一项高风险产业，许多赌场曾被吊销执照。人们对多年前发生的拉德布鲁克赌场倒闭事件仍记忆犹新。因此，当伦敦俱乐部赌场上市时，它的相对估价非常低。然而，如今吊销赌场营业执照的方式发生了变化：过去一个赌场连锁企业可能同时失去所有的执照，但现在这种情况已不太可能出现，因此降低了投资风险。此外，由于当局改变政策，赌场行业的整体经营环境变得宽松起来。于是，这些赌场的价值得到重新评估。此外，我很喜欢观察各市场间的估价差异，因此我发现，每个市场对赌场的估价都不一样。”

“商业电台也是一种未认可价值型企业。过去，英国只有很少的一部分广告是通过电台做的。但如今看来，电台有可能从其他媒体手中夺得一些广告市场份额。因此，首都电台成为我的主要投资对象之一。最近，我还购入了几家软件公司的股票。其中一些公司令人失望，但刚刚收购了 ACT 公司的万盛国际公司存在未被认可的价值，成为我的重点投资对象。万盛国际公司的股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌，使得它的贴现率很高。但我认为，对于万盛国际这样的公司，这一价格并不合理。要知道，万盛国际的一个子公司已经发展成为全球银行业最大的电脑服务商之一，这是一个有很大吸引力的品牌。”

(3)**资产折价**

“有一类企业能直接提供资产折扣。我在此类企业中有过一项大的投资，它是一只名为伦敦和美国成长信托的投资信托，其前身是伦敦和美国风险信托。”

“20世纪80年代早期，这只信托改变策略，改做美国高科技企业的补充性融资生意。在上一个高科技企业周期达到顶峰时，该信托由汉姆布雷希特和奎斯特管理。但在其后大约8年时间内，这只信托的资产净值基本上没有增长，非常令人失望。该信托的股价资产折扣率达到50%。但在我看来，当投资者纷纷放弃这只信托时，它将变得更具投资潜力。由于风险资本的存在，这类企业衰退起来非常快，但要走出困境却需要假以时日。当绝大多数将要衰退的企业已经衰退后，这就意味着到了成功即将来临的阶段。”

“我们对这只信托投资的成功得益于英美两国估价体系的差异。在英国，像3I公司这类经营未上市股票的专业公司在对未上市股进行重新估价时，采取的是用与未上市股票等价的上市股票外加贴现的计算方法。而在美国的估价体系中，除非未上市股票进行次级交易或开盘上市，否则不会进行重新估价。因此，当你所投资的美国未上市股票上市交易时，便可通过重新估价来获得高额利润。因此，作为美国企业的伦敦和美国成长信托在其未上市股上市后已经向我们支付了投资回报，而且看起来还会支付得更多。最近，该信托的董事会换班，新班子更注意倾听股东的意见，并致力于消除股价折扣。”

(4)**低估类型**

“关于这种类型的股票，我现在手头有两个例子。一只是新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

闻公司(参见关于尼尔斯·陶布的第 13 章)子公司国际新闻公司的特殊红利股；另一只是士瑞克保全公司优先股。”

“士瑞克保全公司和安全服务公司是姐妹企业，它们都是我长期钟爱的股票。我持有这两只股票已有 10 年历史。我作这项长期投资的主要原因在于这两家公司拥有‘手机网’公司 40% 的股权。‘手机网’和沃达丰是英国最早的两个手机品牌。如果参照沃达丰的估价和用户数量，用同一标准对士瑞克保全公司和安全服务公司在‘手机网’公司持有的 40% 股份进行价值评估，然后加上士瑞克保全公司和安全服务公司其他资产的估价，将会得出一个很有意思的结论：事实上，相对于这两家公司的总价值，它们的股票是以很大的折扣上市出售的。”

“除此之外，这项投资还有一个特点，那就是士瑞克保全公司发行一种参与优先股。它非常独特，我此前还没有遇到过相似的金融工具。这种股票不仅有固定回报，还有和普通股一样的红利收入。该公司章程中有一项特殊条款，规定这种股票在以上述方式获得收益的同时，其股东持有该公司资产的 25%，大大超过这种股票的收益价值——那只相当于该公司资产的 13.6%。但人们往往只看到这种股票的收益价值。同时，因为销路不太好，此类股票在出售时也会打一点折扣。在某种情况下，如果考虑到资本因素，这类股票的实际价值会高于收益价值。当然，究竟高多少并无定论。在股东权利问题上，士瑞克保全公司优先股的股东享受部分权利，并视情况拥有投票权。因此，在某种情况下，这些股东的赞成票和普通股东的票一样重要，所以他们的权力很大。”

“近年来，越来越多的迹象显示，士瑞克保全公司和安全服务公司将把他们持有的‘手机网’股票回卖给英国电信。我对此很感兴趣。英国电信是英国最主要的电信运营商，但并不持有其移动电话品牌‘手机网’100% 的股权，这在英国是反常现象。一两个月前，英国电信宣布，他们准备从士瑞克保全公司和安全服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务公司手中买回‘手机网’的股份。尽管市场管理机构尚未同意这一计划，但我认为这件事终究将会不可避免地发生。英国电信表示，如果他们这么做，将用现金从‘手机网’的股东手中买回股份。通过这笔交易，收益价值占士瑞克保全公司资产 13.6% 的优先股股东将分得超过这个比例的利润。购买这种优先股的好处在于，它的估价依据只有一个，而如果深入研究一下，就会发现实际价值不止那么多。”

(5)公司增值潜力

“这里指的并非只是将要被兼并的企业。如果面前有两家类似企业供我选择，其中一个因为持股结构或其他原因失去增长潜力，而另一个具有增长潜力，那么我总是会选择有潜力的那一家。究竟哪些企业群体具有增长前景，是完全可以预测的。为此，目前我们持有多家英国电视台的股票，成效很好。但我没有投资于苏格兰电视台和约克郡电视台，因为它们在未来三年中有可能倒闭。”

“有些时候，你不必多付出什么，就可以因为公司具有额外增长潜力而获利。上文提及的士瑞克保全公司准备将‘手机网’的股份回卖给英国电信的事，就属于这种情况。我还持有一些废品处理公司的股票，包括尚克斯和麦克尤恩公司及雷伊财团，因为我认为那是一个潜力超过一般水平的行业。”



如果有两家类似企业，我总是会选择具有潜力的那一家。



“公司潜力可能来自于行业特点，也可能来自于持股结构。有些企业的持股结构非常特殊，从而产生出改变现状的要求，这正是我们所需要的。威康制药公司就是一例。它有一个大股东，并出现了向信托机构分散资产的趋势。这就意味着，在某个时刻，该公司的一些股东有可能希望抛售手中的股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(6)小市场或套利

为了找到具有额外增值潜力的公司，博尔顿不惜在全世界百般搜罗。提起对新西兰安乐福公司的投资，他至今兴奋不已。这是一家距博尔顿位于伦敦卢瓦特巷的办公室有万里之遥的公司。

“安乐福公司拥有多项专利，并控制了全球牛耳用塑料夹的市场——这也许是个不太起眼的行业，但世界上有大量的牛需要使用这种产品。同时，新西兰元贬值和政府出口退税也增强了该公司的竞争力。”

“安乐福公司的新发明层出不穷。它准备将电子芯片植入牛耳夹中，这样就可以对牛的活动进行更严密的监视。它还准备在塑料夹里加入杀虫剂，以减少牛受苍蝇干扰的几率，牛也会长得更快。”

“安乐福公司的成功使博尔顿获利不菲。”

——《金融时报》

“赌场行业是我进行套利的一个例子，此类企业在各个市场的估价不同。葬礼服务行业也是如此：我在这个行业中的霍奇森公司(后改称普兰特布鲁克公司)持有大量股票。我投资于这个行业的原因在于，英国对此类公司的估价比美国低得多。这种差异最终能通过跨国并购得到解决，而我所持有的英国葬礼服务公司股票便会升值。目前，英国葬礼服务行业所有主要的上市公司都已被美国企业收购。比如，美国服务集团收购了英国普兰特布鲁克公司和欧洲大陆葬礼服务行业惟一的一家上市公司。”

“电脑游戏产业是我进行套利投资的新领域。这一行业的公司在短期内都不景气。但如果你观察一下美国的情况，就会发现生产电脑游戏的美国软件公司都在以两到三倍的市盈率上市交易，而且交易非常频繁。我对两家英国电脑游戏公司进行投资，其中‘中心黄金’公司大体上是一家游戏出版商，而 BCE 软件公司则是游戏开发商。我乐于见到电子游戏机向电脑光盘游戏转变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的趋势，因为这意味着这个行业的利润将更多地归于出版商和开发商，而不是像世嘉/任天堂那样的设备制造商。但我对‘中心黄金’公司还是估计不足，没想到它的转变过程在短期内竟如此痛苦。去年，这家公司的行情很差。如今该公司迎来了大好时机。该公司宣布，它正在和买家洽谈——我认为它会被收购，或者最后由一家大公司对它进行战略控股。”

(7)长期供需

“我试图发现这样一类企业：分析供求关系，使它看起来像要失衡。我也喜欢看到这样一种情景：某一行业供需失衡，已经导致短缺或将要出现短缺。油轮运输企业就是如此。我在英国只找到一家这样的企业：LOFS 公司，但在欧洲大陆持有好几家油轮公司的股票，包括 ICB 海运公司和博纳公司。”

“利用长期供需关系对油轮运输企业进行投资，道理非常简单。这类企业都拥有一支庞大的油轮船队，都是把石油从中东运到美国和远东。许多油轮船龄超过 20 年。油轮每 5 年检修一次，这时超龄的油轮将会退役。由于新船的制造跟不上，因此船队规模缩小，同时市场对石油运输的需求却仍在上升。海运是一个盛衰交替的市场，因此当它转衰为盛的时候，股息和价值将产生巨大波动，投资者可以从中获利。因此，油轮运输也是我进行风险投资较多的一个行业。”

(8)公司重组

“我所投资的贝里斯福特公司和阿斯科特公司很像规模较大的空壳企业。贝里斯福特公司已经完成重组，而阿斯科特公司将成为未来我对新兴领域进行投资的跳板。在我们对这两家公司进行投资的时候，这两家公司的企业家们也在进行收购。我认为，空壳公司可以成为具有吸引力的投资对象。贝里斯福特公司先买下厨具制造商磁铁公司，继而又买下了一家稍大一点的企业——食品设备制造商美国韦尔比尔特公司。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候，同一行业会同时出现上述投资主题中的几种，当这种少见的集中现象出现时，博尔顿便会把大量资金注入那个行业。1995 年底，博尔顿名下所有的基金都大规模地对传媒行业进行投资——仓位最多高达 15%。这一投资决策的推理过程，反映了上述各个市场主题和采用多种估价法的变量分析之间的互动。具体内容如下：

①绝大多数传媒企业都拥有具有吸引力的品牌。这可能意味着很强的现金创收能力。

②这个行业的许多公司都有巨大的市场，这给予它们额外的竞争优势。在欧洲尤其如此。

③这一行业的企业很有活力，尤其是在英国。

④在欧洲大陆，这个行业尚未得到当地投资界的广泛理解。它通常比较新，也比较小，不能为投资找到足够理由。商业电视在欧洲大陆是个年轻的产业，对其进行估价的历史很有限。法国、荷兰、德国和瑞典都显露出这种特征。

⑤传媒市场的绝大部分区域都出现了长期增长。整个传媒市场正在发展，开支模式发生转变，创造出产生超常增长的条件。而且，这种趋势因从纸张媒体到可视媒体的转变而更加突出。

有意思的是，将上述 8 大投资类别与博尔顿 20 世纪 80 年代中期经营的投资类别相比，可以发现其中有不少共同点。包括：

- 复苏型企业
- 增长型企业
- 改行型企业
- 资产折价型企业

至于当时他所投资的其他企业，绝大多数可以笼统地归入“价值低估型”一类。在接下来的 8 年中，由于总要向心存疑虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资者证明其特殊投资理论的效果，博尔顿不断完善他的投资手法，并练就了将各类企业的投资主题融会贯通起来的能力。这是一个微妙的变化。

让我们看一下近年来博尔顿投资重点的变化。以图 3－1 中描绘的“复苏型”股票为例，它占整个投资组合的比例在 1989～1991 年经济周期逆向发展时几乎翻了三倍，而在 1992 年 3 月经济疲软时又翻了两倍。

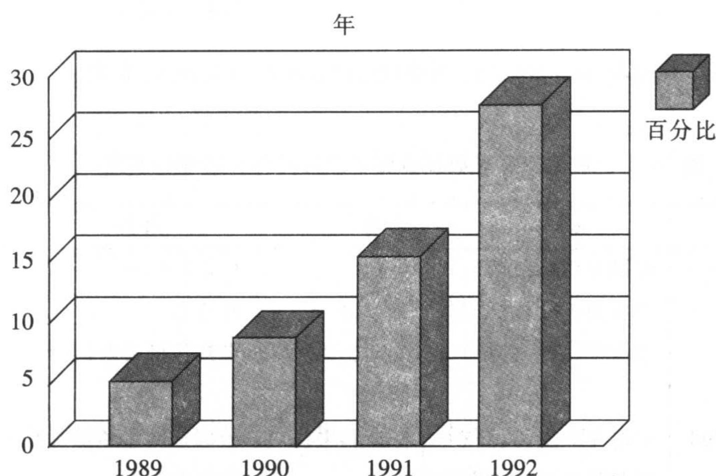


图 3－1 复苏型股票在博尔顿投资组合中所占的百分比(1989～1992)

“复苏型”股票如今成为博尔顿投资组合中比例最大的一个类别，这充分表明，他挑选此类股票十分成功。尽管如此，我们还要从另一个角度理解博尔顿的投资风格：他再也不会让这类股票的仓位超过投资组合总值的三分之一。事实上，“价值低估型”股票的仓位由 1987 年的 44.3% 降到了 1995 年 9 月的 24.7%。

从博尔顿投资组合中最大的一些单项投资当中，可以了解他的各个投资主题是如何在实践中发挥作用的。以下反映的是 1995 年 9 月的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)诺基亚(芬兰)经营手机	属于数量高速增长型
(2)飞利浦(荷兰)使用财务杠杆的电子集团	属于重组型
(3)FNFC(英国)经营消费者贷款	属于内部复苏型
(4)Audiofina(比利时)控制卢森堡电台和电视台的企业集团	属于不被了解型
(5)伦敦俱乐部(英国)赌场业	属于未认可增长型以及利用美英估价差异的行业套利

表 3-1 则揭示了博尔顿所喜爱的股票业绩突出的原因。

表 3-1　富达特殊形势基金历年三月份持有最多的股票

年份	公司	业务	种类
1985	英国电信(英国)	电信	行业套利型
1986	蒙特爱迪生(意大利)	化学品	复苏型
1988	哈夫斯伦德(挪威)	制药	未被认可的增长型
1989/90 和 1993/94	士瑞克保全(英国)	保全和手机	公司潜力和价值低估型
1991	科洛尼亚保险(德国)	保险	行业套利型
1992	格拉纳达集团(英国)	电视和服务	内部复苏型

2. 集中投资

博尔顿发现了符合标准的投资对象后，便高度集中地构筑投资组合。理由很简单。如果你付出大量时间和精力，最终找到战胜市场的投资机遇，必定会大举投资，而这些投资对象将占据你投资组合的绝大部分。

博尔顿认为，通过集中投资于可能取得优异业绩的股票，便可以确保少数被选中的投资对象对整体投资业绩做出超额贡献。这就好比你喜欢吃里脊肉，于是外出就餐时三次里就会有一次点这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道菜，因为它能给予你最大的快感。这是人之常情。但奇怪的是，许多经理人并不采用这一策略。



如果你付出大量时间和精力，最终找到战胜市场的投资机遇，必定会大举投资，而这些投资对象将占据你投资组合的绝大部分。



盘点博尔顿目前各项主要投资，便会发现，在其英国和欧洲大陆投资基金组合中，16项最大的投资的基金仓位分别为34%强和26%。同时，将基金仓位的3%以上投资于个股，对博尔顿而言也是很平常的事情。

集中投资是博尔顿的主要投资工具——富达特殊形势基金的一个突出标志。其中最大的12项投资的基金仓位从未低于25%。在20世纪80年代，这一仓位平均达到40%左右。最高的是在1982年，达到51%。随着基金资本的不断扩张，他的投资越来越难以做到如此集中，但即使到1995年底，该基金最大的12项投资仍占有27%的仓位。

3. 国家权重

虽说博尔顿最重视选股过程，但他也看重国家权重。当你经营一只类似于富达欧洲基金的洲际基金时，取得优异业绩的一个前提必定就是“在正确的时间处在正确的国家”。博尔顿并不过分看重宏观经济因素，他的国家权重分配在很大程度上是选股过程的结果。然而，他在检验自下而上的投资策略所形成的地理平衡是否符合对股市最具积极意义的宏观趋势时，的确考虑到一些国家权重的因素。

“在多数情况下，我会挑出几种股票，然后问自己：‘我是否喜欢现有的国家权重分配格局？’考察资金流向是我在投资时运用宏观经济学的惟一特例。我给挪威设置了很高的国家权重，它占我欧洲基金仓位的20%，但它在摩根–斯坦利欧洲指数(不含

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国)当中的国家权重仅有1%左右。我这么做，主要是因为我在挪威找到了许多合适的企业；但我接着就会问：‘这是谨慎的做法吗？我承担的风险有多大，能找到支持这一权重分配的宏观经济论据吗？’”

“我认为论据还是有的。投资者一直对那些有预算赤字的国家不放心，而挪威的政府财政属于世界最佳之列。我不会一开始就问：‘哪个国家最好？我准备把多少钱投在那个市场里？’我不赞成其他经理人对欧洲各国进行轮换投资的方法。比如，他们会说：‘在过去6个月里，法国市场的确比较低迷。我应该把投资从表现好得多的德国转到法国去。’如果我发现自己在国家权重设置方面和其他所有人都一样，我会感到不舒服。我喜欢反其道而行之。我总是在我和别人存在细小差别时感到更舒服一些。惟一的例外就是：如果大型机构投资者出现大笔资金流动时，我会予以关注和效仿。”

“我喜欢在我们已得到很多附加值的地方下赌注。许多其他投资机构运用宏观手法进行投资，而且做得不错。我对石油价格的理解一定比别人强吗？何况石油价格并没有很高的附加值，而且这也不像猜测德国央行是否调整利率那么重要。但我不会用这种方法下大赌注。这种自上而下的宏观方法其令人担忧之处在于，你开始投资时就带有一两个前提条件，然后再根据这些核心假设组建整个投资组合。但是，如果其中一个假设是错的——比如说‘美元现在很便宜，它将会升值’——但实际上，在美元最终升值前的三四年中，它还将不断贬值，那你的日子就很不好过了。因此，下一些小赌注会减少风险。”

1995年12月，博尔顿欧洲基金中斯堪的纳维亚国家的权重出奇的高，而意大利的权重则很低。详情参见表3-2。

这和以前的情况截然不同。1986年，博尔顿投资最多的国家是意大利。1987年，西班牙跃升为第一位。这种变化参见表3-3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-2 权重最大的 7 个国家

（1995 年 12 月）

国家占总数	百分比
挪威	19
法国	18
德国	11
瑞典	6
瑞士	6
西班牙	5

表 3-3 国家权重情况

（1986 年～1995 年，10 月 5 日）

年份	国家	占总数百分比
1986	意大利	15
1987	西班牙	26
1988	法国	20
1989	德国	20
1990	德国	27
1991	法国	22
1992	法国	19
1993	法国	16
1994	德国	13
1995	挪威	19

与国家权重不同，你很少听到博尔顿谈论行业权重。他最后将投资集中于哪个行业，只是选股过程的结果。不过，博尔顿也曾对现金特征健全的服务性企业表示赞赏。

博尔顿的投资主题极其丰富多彩，难以用一个关于投资风格的结论加以概括。这些主题包括基础价值的成分、挑选复苏型股票的成分、自上而下宏观思考的微观成分、成长式投资的明显特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博尔顿也曾对现金特征健全的服务性企业表示赞赏。

征、甚至还有些许股价上升趋势分析的成分。很难说清博尔顿究竟属于哪个投资派别。取得高额总收益是他的目标，而他会在各个时候不惜动用投资武器库中的每件工具。

无论如何，他的多面投资手法成效卓著，这一点再清楚不过了。富达欧洲基金总是处于一流基金之列。在富达欧洲基金成立十周年之际，标普米高柏公司将它评为这一领域业绩最好的基金。1995 年底，英国《金融时报》将其列为 10 年来最好的单位信托基金，其单位价值自 1985 年以来增长了 739%。

同时，博尔顿的旗舰基金——富达特别形势信托，在标普米高柏对最近 10 年 63 种可比基金的评选中排名第三。如果 1985 年有人在该基金投入 1000 英镑，这项投资到 1995 年底将升值为4,729 英镑。如果从 1979 年算起，博尔顿的业绩则更加出类拔萃。当时在该基金投入的每 1000 英镑到 1995 年底将升值为 24,953 英镑！也就是说，在这 16 年中，该基金的综合年增长率为 22.7%，这的确是一个卓越的连续纪录。而且，所有这些业绩都是在存在适度风险的情况下实现的。这一基金的相对易变率为 1.18，β 系数为 0.87，这意味着，与取得的额外回报相比，该基金高出市场内部系统风险的额外风险简直微不足道。博尔顿的基金股东确实有许多值得高兴的理由。

博尔顿同时还管理着卢森堡的两只基金，其组合方式与他的上述两只单位信托相似。而他名下的两只投资信托——富达特殊价值信托和富达欧洲价值信托，也具有类似的组合方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本分析

一旦博尔顿确定了潜在投资对象，接下来就要进行基本分析。对于投资者应在多大程度上依据官方数据进行分析，博尔顿总是小心翼翼，对英国和美国以外的官方数据尤其如此。而即使在这两个国家，也存在令大意者犯错误的陷阱。博尔顿认为，对于绝大多数基金经理挂在嘴边的为人熟知的一些系数，不应过分相信。相反，他主张结合单纯重视价值和现金流的可比企业基准分析法，对有关的人和企业进行更为全面的检验。

“我认为英国在分析广度方面不如欧洲大陆的手段先进。从某种程度上说，这是因为，在欧洲大陆的许多地方，财务纪录非常不透明。在欧洲大陆使用收益分析法将完全误入歧途。在那里，人们必须动用其他的估价手段和系数。但在英国，我们被填鸭式地告知每股收益率，因此，我们的分析师在分析时准备太充分了，以至于做不了其他事情。”

“我们发现，有一个系数相当有用，那就是企业价值与总现金流之比。具体地说，也就是市场资本总额与负债净额之和除以营业利润与折旧准备之和得出的比率。我们对每家公司的这个系数都加以考察。尤其在进行跨国比较时，它会变得非常有用。我们同时发现，公司之间发生并购时也会使用这一系数进行相互考察。如果某家公司用它来确定一项收购的好坏，它也就成为我们很好的一个考察指标。这个系数在欧洲

我们发现，有一个系数相当有用，那就是企业价值与总现金流之比。具体地说，也就是市场资本总额与负债净额之和除以营业利润与折旧准备之和得出的比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大陆被广泛使用，澳大利亚人也经常用它。它目前正在悄悄进入英国，但使用率还是相对较低。”

“还有两件事，我没有太多时间去做，或者只会在特定情况下做，那就是使用折价现金流模型，或是根据折扣率用收益或利润还原企业的价值。这些方法的麻烦之处在于将重点放在对未来几年的预测中。但我认为，在投资场上，预测未来三年的情况已经非常困难。如果你所使用的模型将大部分重点放在对未来 3 年到 10 年中的预测中，而且预测的是最终价值而不是未来一到三年内的价值，那么预测最终价值就会非常困难，而且需要很长时间。不过，对于那些不赚钱的公司——如电缆公司——你将不得不使用此类分析手段。”

与绝大多数选股者不同，博尔顿尊重技术分析的贡献和作用。分析图表成为他投资风格的一个特点，并使他与那些在某一时间只关注某一项投资基本情况的投资者相比，拥有额外的优势。与此同时，博尔顿也非常小心地避免养成对图表分析过度依赖的习惯，但在值得使用的地方，他也会非常开明地放手使用这类工具。

“我现在有一个观点，那就是如果我不能获得基本信息而且只想知道一项投资数据，我也许需要分析图表，因为它们将在交易日结束时告诉你所有投资者的业绩净值。我在分析单个公司时，将图表当作一种检验机制。它们是一种筛选工具，以确定我将把哪些公司看作投资候选对象。我喜欢图表，尤其是关于我所持股票的图表。我可以通过它们真正地检验投资的基本条件。如果我的某项投资开始衰退，并显露出相对的疲软，我不会马上抛售它，而会对自己说：‘我真的确信看清整个形势了吗？有没有别人知道而我们却不知道的情况？’尽管我最终常常会说：‘好，我对此把握十足，’但在某些时候，图表也许可以成为预警系统，并意味着我们将会发现别的东西。”

“我还有一个观点，就是所分析的公司越大，图表中有用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东西就越多。企业越大，就越不容易了解它的一切，也就更难以做出市场对策。如果出于某种原因，某只股票即使价格再便宜，一些大的基金还是对其敬而远之，那么这种局面一时间将很难改变。只有从技术角度才能对这种情况做出正确判断。对于小公司，情况大同小异。图表同时也是总结基金流动情况(谁在何处投资)的一种高效方法。我们的管理团队中有两个人专门研究图表。我们在美国的总部设有一个很大的图表分析部门。使用技术分析手段一直是我们富达的企业理念。"

> 公司越大，图表中有用的东西就越多。

注重与上市公司对话，带有某种图表主义元素的个人化分析风格，似乎是博尔顿进行基本分析时的最大特征，但这并不能完全代表他在这方面所做的大量准备工作。博尔顿给人留下的印象似乎是他已经成为某种艺术爱好者，但这样说未免会抹煞他分析手法的严谨性。当他描绘分析程序和他如何选股时，你会感觉到他在幕后进行了无数努力。其中包括了数量分析和质量分析，而且两者还有一个共同点：全面性。

"在投资准备过程中，我最看重本公司分析师所整理的材料。我们还从外面雇用许多金融服务公司做一些补充分析工作。我们聘用霍尔特价值服务公司透彻分析有关财务纪录，努力获取现金方面的数据，从中算出现金资产回报率。然后，在此基础上，制作出某种公平价格模型。该公司在表外科目和融资租赁等方面颇有研究，我们因此很重视他们的分析方法。然后，我们将另外自己整理一套分析材料，它包括预测、损益、现金流和资产负债表。我们有时也雇用英国交换电讯社金融公司做这些事。我还会关注过去一年中各上市公司发布的公告，看一看其中有无重要的东西。然后，我会使用一种称为西斯帕斯的 Z 记分系统进行分析。我们是在上一次经济衰退期后采用它的。当时我们迫切希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望引进一些新的分析工具，以防不小心投资于财务状况不佳的企业。西斯帕斯可以对那些承受财务压力的公司进行详细审查，对我们大有帮助。同时它也是一种早期复苏指标。这一工具被许多银行普遍采用。”

时至今日，博尔顿还会像过去一样直接与公司和市场接触。在这方面，他善于利用时间，平均每天安排两次面对面的交谈。

“交谈的内容包括获取产业新闻和信息，与客户相互了解，或与竞争者进行交流。如果我想评估某家公司……我就会尽量在与该公司代表交谈的最后几分钟内谈论他们的某个竞争对手或合作伙伴，然后我就能得到某个内部消息。我发现这招非常管用。”

一般来说，询问投资者为何作某项投资比较容易，但向他们打探抛售股票的秘诀却很困难。但博尔顿不是这样。他可以自如地同时解释买进哲学和卖出策略。基本上，他卖出的动机不外乎以下三条：

①他发现了更好的投资对象，因而将投资转向那里。博尔顿的这种做法具有他师父坦普尔顿投资思想的某些特征。这种思维定式在另一位英国投资大师科林·麦克莱恩身上也很突出。但实际上，博尔顿与他们还是有所区别的。他把这称为“优胜劣汰”，更像是大卫·林奇式的语言。

②某些情况发生变化，出售股票的时机已经成熟。这些变化可能来自于上市公司内部，也可能是由于公司所在的外部环境受到影响所致。

“比方说，我出于某种原因购入一只股票，但它随后出现衰变，这时也许就可以出售了。在我与上市公司定期面谈时，我希望他们前后一致。如果他们突然改变说法或者声称要做某件事但却言行不一时，我便会感到担忧。对此我十分警觉。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

③当一项投资被充分估价，它便不再提供博尔顿所需要的某种利好趋势，而这时即使它在多年中一直表现优异并深受他的喜爱，他也会忍痛割爱。任何一只股票想要加入博尔顿投资组合，必须符合一定条件；在加入后，它也必须能够继续证明值得被他持有。这里没有任何感情因素可言。

充分估价意味着许多东西。及时卖出和不徇私情是博尔顿成功秘诀的一部分。与绝大多数投资大师相比，他更为重视投资组合的时机选择。这完全符合他的投资哲学。他认为，为找到更好的投资，就必须要不断调整。如果一只股票的价格升至正常水平以上，他就会将其抛出。盘点他过去 10 年中每一年投资最多的 10 只股票，惟有士瑞克保全公司以不同方式出现了 7 次，另有两家公司出现了 3 次，其他绝无雷同。

“我不会直接决定买进或卖出。从本质上说，投资组合应处于不断流动的状态中，当我信心增强时，股票持有量就会增大，而当我信心减弱时，股票持有量便会减小。”

> 及时卖出和不徇私情是博尔顿成功秘诀的一部分。

博尔顿从不满足于既得利益，这无可厚非；但若因此将他称为交易商，则毫无根据。他的投资组合年均周转率为 75%，比例虽高但不过分。这说明，他不断地寻找机会，改进投资组合的构成。这绝非简单的购入—卖出—持有过程，而是一种连续不断的追求。在不断获得新信息后，他对某项投资的信心将随之增强或减弱，并将因此增加、减少或保持某只股票的持有量，投资组合也就发生周转。

随着博尔顿的基金不断发展壮大，他管理的资金已经相当可观，他因此不得不进一步提高管理投资组合的效率。最大限度地利用时间是他得以保持一流业绩的关键所在。与此同时，他开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认识到个人能力的局限性：他无法参加与上市公司举行的所有会谈，也无法查阅所有的财务纪录。为此，他培养出一支管理团队，其中每个人的投资观点都和他保持一致，并在某种程度上打着他的旗号工作。这个团队包括 40 名分析师和 10 名经理人，他们分享创意，珠联璧合。其中比较突出的一位是萨利·沃尔登，他目前经营富达基金的另一只旗舰基金——欧洲机遇和英国成长基金。

对于欧洲投资前景，博尔顿的看法是：与英国相比，欧洲大陆有可能为股票投资者提供更好的长期投资效益。他确信，推动股市发展的真正动力来自欧洲大陆。

“欧洲大陆的国家正在开放市场，这是一个非常有意思的过程，并已经进行了一段时间，目前仍在继续。这些国家个人持股比例的上升，以及欧洲投资机构的养老金基金和保险公司持股比例的上升，具有积极意义。如果我必须下个赌注，我就会把宝押在这一趋势上。目前，一家典型的德国或瑞士公司只有 10% ~ 15% 的资产是股票，英国则是 70% ~ 80%，在美国是 65%，但欧洲许多地方仍只有 10% ~ 15%。我认为，这种状况将在 20 世纪 90 年代发生变化，直至 21 世纪。”

“人口因素是这种变化背后的推动力之一。随着欧洲社会保障和养老金机构上市融资，它们的持股比例将会上升。在欧洲大陆，这一变化已蓄势待发。但在英国，这种局面从某种程度上说已发展至极限。而且，英国养老金基金的持股量也许还会稍稍下降。”

“与此同时，欧洲大陆的各家公司将纷纷对投资者开放——以不同的比例在不同的市场上开放。当然，其中一些市场要比另一些进步快一些。作为投资者，这些现象使我振奋不已。瑞士库尼公司目前是我投资最多的公司之一。我在过去几年中一直持有它的股票，因为我们认为它具有吸引力，而且主要是由于它的英国分公司极具吸引力。这家公司经营长途旅游而且非常成功，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它却是一家很难分析的企业。他们向我们提供的信息非常少，而且很少与我们会面。然而，有一件事促成了我们两家的合作。一家德国储藏公司从他们公司买走一大笔股份，但他们对此并不满意。他们想买回这批股票，但却必须找到新的买家。”

“我们在和他们会面时说：‘我们喜欢你们的公司，但是我们最大的意见就是你们对股东不太友好……’结果他们不仅全盘采纳了我们的意见，而且实质性地提高了所提供信息的质量。他们还向我们解释了收益情况。我们从中发现，这家公司的某一部分正在亏损，其他部分则在赢利。他们后来又向我们通报了扭亏为盈的计划。这家公司拥有相当多的现金，其中有预付款，也有盈余。他们现在定期与我们会面。我认为，这种开放过程是当前最重要的投资机遇之一，而且对最早抓住这一机遇的投资者最为有利。”

博尔顿看来永远不知疲劳为何物。但毫无疑问，终有一天，他将效仿大卫·林奇，扮演一个对于成名人物而言更为合适的顾问角色。但就目前而言，他仍在为保持业绩水平而不断迎接更大的挑战，同时为更多的股东们管理更多的资金。对他来说，不断开拓欧洲市场、以临床手术式的细致手法挖掘市场潜力、找到可能产生高额回报的价值群体，是一项没有止境的事业。毫无疑问，富达基金的股东们对未来充满信心，因为博尔顿将用自己的专长并以他们的名义创造出更为辉煌的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 以香港为基地的经理人，擅长做亚洲生意
* 率先购买生力啤酒和暹罗水泥等亚洲股票的英国投资者
* 仅用 14 年就使投资升值 13 倍！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

彼得·埃弗雷顿：自上而下发现价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在英国历史上，长期以来许多投资者都有周游世界的爱好。为了寻找投资的机遇，他们的足迹遍布全球。因此，毫不奇怪，本书介绍的这些英国顶级投资大师当中就有一位立足海外市场。在开拓全球市场方面，丽晶基金管理有限公司主席彼得·埃弗雷顿既汲取前人的优秀经验，同时也开辟出一条属于自己的新路。在亚洲投资市场变得如同鸡尾酒会上的烟熏三文鱼三明治一样盛行之前，埃弗雷顿早已活跃于亚洲各个市场。当持有香港或新加坡股票被英国投资者公认为是件“好事”时，他已经在这个战场上更进一步，打入台湾和泰国市场。

如今，当亚洲已被纳入任何一个全球性投资组合时，埃弗雷顿仍一马当先，不断开辟新道路，并继续领先于绝大多数投资者。在加入丽晶公司及其母公司桑顿投资管理公司之前，他最开始在 GT 管理公司的优越环境中学习本领。1984 年，他抓住机遇，打入香港市场，充分显示出他在把握投资时机方面准确无误的感觉。这种感觉在此后 10 年中始终与他相伴。接着，他很快找到了自我定位，立足于拓展东南亚金融服务市场的最前沿。由于埃弗雷顿的出色表现，桑顿投资管理公司很快成为投资创新和投资业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩的同义词。你有没有想过老虎基金的投资概念从何而来？那恰恰是埃弗雷顿的主张之一。这证明，他并不只是一台“一维计算器”，而且还极具推销才能。老虎系列基金在6年中产生出不下10个衍生物，包括小龙基金、老虎进化基金、力士老虎基金和老虎机遇基金。在“老虎”投资概念的背后，蕴含着埃弗雷顿的一个著名观点：由于美元贬值和1985年油价暴跌，今后30多年中亚洲将出现历时最长和势头最强的经济发展阶段。

然而，埃弗雷顿引人瞩目之处并不只在于他包装产品的技巧，而且还在于他在亚洲市场的突出表现。当然，这些市场自身发展得很好，因此吸引了许多讲求实际的投资者。在到香港前的短短几年中，埃弗雷顿已经展露才华，使他管理的基金增长了83%。而从1981年10月至1994年12月，摩根－斯坦利资本国际全球指数一共才增长了34%。(注：所有回报以美元计算。)

一旦埃弗雷顿在香港站稳脚跟，他的基金回报率就飞速上升，比摩根·斯坦利资本国际全球指数的年增长率高出一倍。表4－1显示了这一结果。

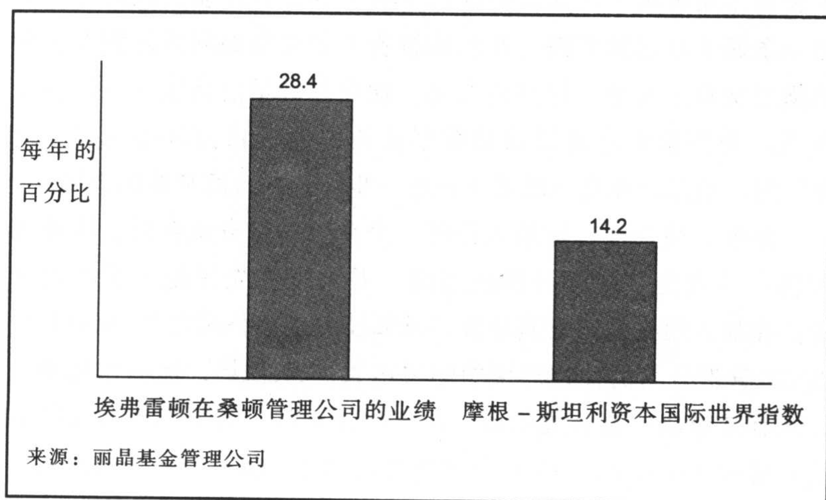


图4－1　埃弗雷顿—在亚洲的早期表现(1986～1990)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单在1986年，他就为基金股东带来了86%的惊人回报。在1987年香港经济一落千丈、周边几个股市被迫休市时，他设法将损失缩小在5%以内。埃弗雷顿评论说，亚洲"虎国"就像小孩——它们长得很快，但面临的危险和不确定性也很大。投资者要在亚洲赚钱并不难，但要能够像埃弗雷顿一样在市场遭受周期性风暴打击时保住既得利益，才算得上真正有本领。

在埃弗雷顿的投资生涯和个人发展过程中，有一个人物非常关键：他的良师益友吉姆·梅隆。当埃弗雷顿1982年加入位于美国旧金山的GT管理公司时，他就在梅隆手下工作。在他们成为搭档的第一年，GT美国和通用基金荣获《货币观察家》杂志颁发的美国最佳信托奖，并在当时所有的470种英资信托中排名第四。梅隆和埃弗雷顿同时也是桑顿投资管理公司亚洲业务的共同创始人。1986年，埃弗雷顿荣获利佩尔奖当中的澳大利亚最佳境外证券基金奖项。埃弗雷顿面向整个亚洲，而不只是东南亚。无论是在一般人心目中的新兴市场还是在更为成熟的市场，他都能创造利润。埃弗雷顿陆续获得了许多利佩尔奖，并在1990年获得了巴伦奖。

当梅隆于1991年创立丽晶基金时，埃弗雷顿也不甘落后。丽晶不仅能吸引像英国公平人寿保险公司、东京海上火灾保险公司和日本第一保险公司这样的大企业当股东，而且也网罗了韩国大宇证券公司等企业。总之，一般人所能想到的与亚洲证券业有关的大公司，都被列入其中。丽晶基金在创业之初就赢得这么多蓝筹客户的信任，这说明它的声誉和基本原则都极为可信。

埃弗雷顿一旦开始运作这只基金，就不会浪费时间。1994年，丽晶太平洋避险基金在标普米高柏公司境外基金/避险基金领域收录的28只可比基金中排名第一；而且它并非只是胜出一筹，而是在这一组基金平均回报率为负5.5%的情况下获得了25%的增长。在该基金成立最初的四年中，年回报率已达到31.7%。毫不奇怪，之后该基金的资本猛涨到20亿美元，而顾客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们更是争着来敲丽晶的大门。

对于任何一个好故事，为了读懂结局你就必须了解开头。埃弗雷顿的事迹也是如此。他首次进入投资界是在 1981 年 8 月 24 日。那一天，他在实习了 12 个月后，正式接管 GT 资本基金。这一时机选择耐人寻味，因为埃弗雷顿在他创业的头 6 个月中就尝尽了市场的酸甜苦辣。更重要的是，他得到了一个深刻的教训，令他长期引以为戒。因此，时隔 16 年之后，他仍然清楚地记得事情发生的确切日期。

“我接手这个基金后不久便去度假。我于 9 月 9 日返回。8 月 22 日，市场涨势达到顶峰，此后至 9 月 23 日，英国股市下跌了大约 23%。这个基金在我接管时投资率为 105%，当时市场正在衰退。我立即将 50% 的投资变成现金，这意味着在行情下跌时，我们做得比一般人好。我想：‘我正在走红，显然才智过人。’然后，市场却出现反弹，使我一蹶不振。在接下来 6 个月中，我都是在焦虑中度过的，并把我的相对业绩都还给了市场。”

但是，埃弗雷顿并没有泄气。到 1982 年，他已经显示出投资天才。但这种天分在他的早年经历中找不到什么明显的线索。

“我是航空技师出身，也当过飞行员。因此，也许我能理解起伏不定的感觉。英国有一件丢脸的事情，就是它培养出的许多工程师会一下子突然失败，我也不例外。甚至像劳斯·莱斯这样的工程学大师，虽然制造出大量的航空发动机，但却最终在斯旺尼河中失事。我当时想，为了创立自己的工程公司，应该首先接受商业训练。我没有获得过商业文凭，但我有个朋友从事基金管理，似乎乐在其中。而且，像他那样对大批企业进行分析，似乎是了解商业成败原因的一条捷径。”

埃弗雷顿从事投资工作仅两周，就卖出投资组合中的一半并把宝押在现金上，预示着日后他将形成果断的投资风格。同时，埃弗雷顿当时能够做出这种激进之举，也是他所在企业的风气所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致：GT 管理公司在投资果断方面是非常有名的。

卖出投资组合中的一半并把宝押在现金上，预示着日后他将形成果断的投资风格。

“理查德·桑顿(就是 GT 中的那个 T)，在很大程度上是个鼓励做事果断的人。他认为，如果你有一个鲜明的观点，你就应当为之付出行动，而不应犹豫。回首过去，我不得不承认当时有一种类似于‘初生牛犊不怕虎’的冲劲，但我现在很怀疑自己是否还有如此的灵活性去做这样的事情。”

在谈到这件事时，埃弗雷顿承认搞一些“大动作”是他管理投资组合的基本手法之一。我问：“你是否会一次又一次地做同样一件事情？”

他说：“我会。而且也许还会做短线投资。”

纵观埃弗雷顿的投资生涯，有一点非常突出：他从学会最基本的投资术语开始，直至在英国取得战胜市场的业绩，并将触角伸向全球每一个股票市场，而且他的基金在美国、澳大利亚和许多亚洲市场的基金排名中名列前茅。尽管如此，他是作为亚洲投资专家而一举成名的。如果要研究他在旭日东升的亚洲市场大显身手的原因，重点应该放在他在这些市场进行投资所依赖的工具上。埃弗雷顿广泛关注亚洲市场，包括日本、新西兰和巴基斯坦等 15 个国家和地区。投资者应该将埃弗雷顿的投资手法放在这个环境中进行研究。而且，从广义上说，他的策略也适用于北美和西欧以外的所有地方。

自上而下

埃弗雷顿投资策略的精华在于：投资者应从宏观着手，自上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而下，审视市场动向的成因。他认为，如果能把驱动市场整体业绩的所有因素结合在一起，就可以赚更多的钱，因为这是顺时而动。

“我可以确定地说，在新兴市场中，这种自上而下的手法是一种合适的投资方法。但对于从技术角度而言充分发展的市场，你不可能通过宏观分析增加价值。比如，在美国市场增加价值的惟一方式就是挑选股票。但在亚洲、乃至所有新兴市场上，宏观方面的决定因素——即关于资产配置的决定因素——对业绩的贡献要比选股过程大得多。这一点有具体数据为证。”

“投资亚洲市场的难点在于如何具体操作。你可以完成宏观分析并决定投资于哪个国家。但你会进一步提出这个问题：‘现在我们选定了这个国家，我们又该选择哪个行业呢？’这时，你就会碰壁。因为在大多数此类市场中，你没有什么选择余地。在新加坡，电子行业很有吸引力，但其中上市公司却寥寥无几，所以你不得不在一个行业中选择并非是首选的东西。”

“在亚洲，一旦确定国别配置，你就必须直接进行选股。我把这种方法称为自上而下，自下而上。但实际上，它是一种缺乏中间部分的自上而下。”

流动性是他一生的钟爱

在进行资产配置时，埃弗雷顿首先要确定何处存在有利于他的流动性特征。相关的流动性有两种，其中最重要的是经济周期产生出的流动性。这种投资法需要详细说明，因为理解埃弗雷顿成功的原因，就必须先要接受他的思维方式。

“我坚信，流动性周期能够引导经济周期。我这里所指的流动性，是一个经济体的内部动力——产生于国内的流动性。由于亚洲国家高度依赖对外贸易，因此，在这些国家形成流动性的各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种因素很容易预测，其中最重要的因素就是贸易周期。”

“我从发现何处存在流动性周期入手，然后从中找到经济周期。我要寻找的东西就是那些仍处于衰退的国家。它们经济增幅减速，但流动性却开始增大，然后你就能找到经济周期的谷底。在最佳状态下，这些国家的 GDP 增幅已降得很低，但流动性却戏剧性地增加。然后你就知道，你已经找到了新一轮周期的起点。”

“亚洲的经济周期大同小异，这是它们很容易被预见到的另一个原因。这个周期一般是‘四年升、两年降’。当前的周期始于 1992 年末或 1993 年初，而且将在 1996 年末或 1997 年初结束。我们现在正处于这一周期的尾声。”

“绝大多数亚洲经济体都增长得相当快。当然，这种增长也是周期性的，但和欧洲投资者们对欧洲经济的预期不可同日而语。在绝大多数情况下，亚洲国家的‘衰退’意味着增长率降到 4% ~5%，而‘增长’则相当于增速达到 10% ~12%。亚洲和欧洲经济的特点相同，但亚洲的振幅更大，它们的‘停滞’并非像西方国家一样意味着增长为零。”

“再回到对外贸易的问题上来。对于香港和新加坡，对外贸易相当于它们 GDP 的 300%，但在美国这个比例只有 27%。亚洲经济体对外部影响十分敏感。通过观察它们的贸易伙伴——世界各主要经济体，从中你就可以非常容易地推理出这些国家(或地区)将发生何种状况。”

“你还需要观察亚洲国家的资本支出周期。在一个典型周期的低谷阶段，你会发现所有人都垂头丧气，经济发展减速，资本支出减少，因而造成贷款需求下降。在典型情况下，亚洲国家的政府在这个阶段变得忧心忡忡，因而会在某种程度上放松银根。如果此时碰巧出口周期呈上升趋势，你就会发现形成流动性的所有因素都在朝一个方向运动，这显然就是投资的最佳时机。”

“当经济周期开始回升时，当地企业家仍会心有余悸。尽管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业活动将突然奇迹般地回升，但他们仍然悲观。而只是到后来生产能力消耗殆尽时，他们才会开始投资扩充生产设备。新一轮增长周期开始时是投资亚洲股市的最佳时机，因为经济体系内的流动性正在扩张，而且不会因资本支出等其他因素而枯竭。”

“10 年前，所有亚洲‘虎国’的经济总是同时起落，它们完全同步。原因很简单，因为绝大多数东南亚国家都处于美元体系当中，美国是它们最大的贸易伙伴，所以美国就是它们的经济动力。如今，其中一些国家已更为依赖日本或欧洲市场，因此它们经济周期的影响因素就出现差异。这些国家正变得不同步；但从广义上说，1985 至 1990 年间，它们都出现一个大的上升周期。其中有两个主要变量在起作用：首先，日元升值越过界限，或者美元贬值，使得东南亚国家相对于日本变得极具竞争力；其次，石油——该地区主要生产成本之一——价格暴跌。所以，亚洲台前经济繁荣，幕后成本下降，这就促成了 30 年以来历时最长和增势最强的一轮增长周期。”

“到了 1990 年，亚洲出现经济过热的压力，通货膨胀上升，一些国家和地区的财政陷入赤字，全球经济正沿着 1990 至 1992 年的衰退期下滑。当全球出现衰退时，要当心亚洲出现险情。从 1990 年到 1992 年，亚洲绝大多数地方的经济和股市表现都很差。到 1992 年末，衰退过后经济回升的迹象开始显现。大约是在当年第三或第四季度时，流动性周期开始再次回升。韩国、台湾和新加坡率先复苏。到 1993 年第一季度，马来西亚和泰国也开始回升。1993 年下半年，印度尼西亚和菲律宾也步其后尘。”

储蓄对经济的重要性莫过于亚洲

如果不关注资本积累方式的变化，就不可能理解流动性周期。在亚洲，这个问题的焦点集中在民间资本积累和资金供给方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面。高储蓄率的意义很好理解，但它对于亚洲的重要性却并不广为人知。同样地，虽然多数投资者都意识到，东南亚国家普遍存在比美国和欧洲储蓄率高的倾向；但这种区别所产生出的巨大影响并没有被完全理解，除了少数人——其中包括埃弗雷顿。

“亚洲的优势并不仅在于拥有勤劳敬业的劳动力、较高的教育水准和支持经济发展的政府，尽管这些也都是实情。最关键的因素在于高储蓄率，它造就了很高的资本积累率，从而推动长期的经济增长。亚洲的情况可以用以下的方程式表述：

高储蓄 = 高资本积累 = 高增长

就这是亚洲‘虎国’能在 30 年中取得 8% 的平均增长率的原因。美国的情况正相反：

低储蓄 = 低资本积累 = 低增长

故事到此结束。”

“亚洲的储蓄率很高，一方面是因为文化原因。但恕我直言，更主要的是因为缺乏社会保障。在那里，如果你生病了，除了家庭和储蓄之外你别无依靠。但西方国家也自作自受，西方社会实行的社会福利不经意也很不幸地产生了两个问题：首先，它破坏了家庭结构；其次，它降低了储蓄率，最终会葬送经济增长。”

储蓄率不仅是任何资产配置者在下赌注前必须搞清楚的重要变量，而且是整个流动性分析的起点。它也是埃弗雷顿投资理念的根本和起点。

“对一个经济体而言，储蓄是现金流动最基本的要素。对于一个国家，你必须第一眼

> 对于一个国家，你必须第一眼就观察其储蓄情况，因为如果忽视这一点就如同一个公司忽视其内部现金发生数一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就观察其储蓄情况。因为如果忽视这一点，就如同一个公司忽视其内部现金发生数一样。这就是为什么我选择投资对象时从不把菲律宾排在新加坡之前的原因。即使这两个国家的市盈率一样，我还是倾向于选择储蓄率更高的新加坡。”

市场流动性——国家流动性的有益补充

埃弗雷顿好比一名冲浪选手，在投资的海洋中寻找浪潮的汇合点，并从中找到最适宜驰骋的波浪。当总体经济周期和储蓄状况共同形成投资于亚洲股市的有利条件时，埃弗雷顿希望能够处于充分利用经济涨势的最佳位置。而当潮流转向时，他又会及时脱身。

“我知道现在(1996 年 2 月)香港经济正处于衰退当中，也知道香港将有一些相当糟糕的事情发生。但这些都无关紧要。最重要的是，有一笔流动资金正在冲击香港股市并正在冲破股指抗拒点。如果股指突破我的心理极限 10,300 点，这就表明，强大的市场流动性克服了市场基本条件的疲软，因此股指被不断抬升。”



美国投资者已经成为当前亚洲市场最重要的外部变量。



“投资流动性是最难预测的。例如，最近美国决定向亚洲注入大笔资金这件事就很难预先估计到。最近一些发展趋势清楚地预示，在全球迅速转移的流动资本可能成为股市最重要的影响因素。从 1955 年到 1990 年，美国公众在证券共同基金上只投入 1000 亿美元。而此后 5 年中，他们又令人惊异地再投入 5000 亿美元。从这种不可想象的共同基金热潮当中，产生出美国对于全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球投资的巨大胃口。这就是美国投资者成为当前亚洲市场最重要的外部变量的原因。当美国利率下降时，美国的投资流动性将十分充足，亚洲市场也将上升。但在目前美国利率上升、将要越过1996年的平衡点时，就需要多加小心。”

如果是1988年，它一定就是泰国

从本质上说，埃弗雷顿像一般投资者评估股票一样对待亚洲各个市场。他成功经验的核心是一种流动性分析的应用方法。那就是，当一些亚洲市场发展相对良好时，便增加它们的权重；在这些市场表现不如一般时，便减少权重甚至退出。表4-1中是关于他投资配置的简要情况，显示出埃弗雷顿如何随着时间推移，根据市场变化，改变其投资组合的面貌。

国家或地区		1986.12	1990.12	1993.12
原来的“老虎”	香港	34	39	3
	新加坡	41	14	9
	韩国	10	2	28
	台湾	3	–	12
新兴的“老虎”	马来西亚	–	12	–
	泰国	7	8	7
	印尼	–	4	5
	菲律宾	3	1	–
	南亚次大陆	–	–	12
	现金	2	20	24

表4-1　某只老虎基金的国家分配(占总数%)

据埃弗雷顿估算，他将自己70%的时间和精力用于调整国家权重；他基本上不进行行业分析，而把其余30%的注意力放在考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

察某些特殊股票上。这反映出，在亚洲，选择正确的国家比挑选正确的股票以及某个市场中正确的行业要重要得多。埃弗雷顿不断调整投资，并很少长期对同一市场保持高权重。这种调整有时非常剧烈：1990年韩国几乎榜上无名，但三年后却成为他最大的投资国。

在规范化的市场里，似乎通过分析就能得出正确答案。但是，投资法则却并不总是表里如一，而且必定不会一成不变。那么，埃弗雷顿的成功秘诀是什么呢?

“我最好的决定就是率先选定亚洲市场。一旦置身此处，你就能通过在正确的时间投资于正确的国家，取得战胜股指的业绩。1985年，我确信，结合强势日元和油价疲软这两个条件，亚洲将出现最大和最强的30年繁荣期。恰好当时我们正决定创立一只新基金，投资于日本以外的亚洲市场。我在1985年9月读到《商业周刊》的一篇文章，其中将这些东南亚新兴工业化国家称为‘虎国’。于是就有了第一只老虎基金。后来我们又有了小龙基金和其他相关的衍生工具。”

“在那些日子里，在任何其他亚洲基金中，日本的权重都很高，有可能达到40%～50%。但在我们的基金中，新加坡占35%，香港占30%，菲律宾也有10%。如今10%的权重可能听起来没有多少，但它却可以改变投资的结果。记得在1984年，菲律宾总统马科斯失去了对国家的控制，整个国家行将破产。国际货币基金组织有效地接管了菲律宾央行，并在14个月中使该国通货膨胀率从96%降到零。当通货膨胀率开始下降时，我们可以看到货币也将趋于稳定。一旦这种情况发生，外国投资者将重返菲律宾，寻找机会。”

“我们当时关注菲律宾长途电话公司的股票。其每股价格为39比索，经计算，我们认为这是其利润的1.6倍。实际上，我们完全错了。因为该公司利润高速增长，大大超过我们的预期，真正的市盈率应当接近于0.4。于是我们购入了50万股。当菲律宾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生政变时，股市仅衰退10%，并不再下跌。我们继续持有这只股票，然后股市开始加速上涨。1989年，我们的投资收益是成本的20倍。菲律宾长途电话公司当时只是一只小盘股，但由于增幅巨大，竟然改变了我们整个投资业绩。我们同时也持有菲律宾力生啤酒的股票，当时它的日交易额只有2000美元。我们需要交易规模，因此设法使每股上市价格在16比索的基础上增加了25%的红利，以此扩大交易。如今力生啤酒的股价是当时的100倍。当时，力生啤酒和菲律宾长途电话公司是菲律宾仅有的两只被视为蓝筹股的股票。”

“在泰国，我们重仓持有暹罗水泥公司的股票。当1985至1990年西方投资者开发泰国市场时，它的价值增长了10倍。而1985年，它的市盈率仅为4。暹罗水泥这只蓝筹股是整个泰国经济的缩影。当我们创造出亚洲‘虎国’的概念时，泰国已经取得了‘新兴虎国’或‘小龙’的资格。”

在投资过程中，除了量化分析之外，埃弗雷顿还在国家权重配置中融入文化色彩。埃弗雷顿总结说，他在分配国家权重时，不得不考虑亚洲商业活动当中的内在固有差别。

“亚洲是一个多元文化的地区，但亚洲真正的力量来自于华人。他们是实业家。在亚洲，最成功的生意都是由华人经营的。”

比较一下在亚洲各国投资的不同结果，你就会对埃弗雷顿上述说法的真实性深信不疑，至少在东南亚范围内的确如此。

“菲律宾和新加坡的市场条件很不相同。令我惊讶的是，35年前，菲律宾人均收入位居亚洲第二，而现在它已接近于收入排行榜的末尾。该国经营不善的根源归咎于下列事实：基本上，菲律宾有400年处在修道院中，而另外50年呆在好



基本上，菲律宾有400年处在修道院中，而另外50年呆在好莱坞里。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱坞里。”

“在印度和斯里兰卡，你能找到一些积极因素，但它们的情况有别于东南亚式的直接增长。在印度 8.75 亿人口中，也许的确有 2 亿人的实业家阶层，但这毕竟还只是少数。就整个国家而言，它基本上没有什么储蓄率。与东南亚相比，这两个国家也许只有三分之二的增长潜力，但它们的确存在出现突然好转的可能。”

在进行流动性分析之后，埃弗雷顿如何按照他集中关注流动性的原则制订投资策略？答案就是，它是一个复杂的综合体，其中包括核心金融状况分析，以及对特定企业财务和经营特点的评估。

价值＋增长＝高额的股市业绩

“我将自己的投资方法称为价值导向增长法。我眼中的价值并非指的是收购折价固定资产。我要找的是低价售股的成长型企业。在增长周期高峰时，这类企业的市盈率也许会比较低，但那纯粹是因为它的利润越过了极限。同时，我们常常可以看到，这类企业在周期低谷时的市盈率会非常高，因为利润减少。这并不是一个固定规律，但几乎可以肯定的是，你应当在市盈率高时在亚洲市场上购入股票，而等到市盈率低时再出手，因为你希望购买的是加速增长的利润。”

相对的国家，相对的市场

宏观分析不仅在宏观层面上有效，它同样可以经过象征性的修正在微观层面上发挥作用。从很大程度上说，使一个国家具备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资吸引力的各种条件，与选股时使用的各种因素完全一致。的确，每个行业——在某种程度上说，甚至是每个企业，都会显示出周期性发展的状态，尽管这种周期性会因为各自的特点而有一些区别。在对企业进行选择时，埃弗雷顿运用的是类似于选择国家的投资哲学以及许多同样的工具。

“我的投资分析完全建立在现金流动的基础上。它是一个国家或一个企业的命脉，因而它比利润重要得多。在比较不同国家和企业时，分析现金流动还可以免除许多可能产生的分析偏差，因为亚洲各国的财务规章有许多不同之处。”

埃弗雷顿在筛选投资对象以做出最终选择时，会采用一些非常特殊的考虑方法。而一旦他做出选择市场的决定，便会尽快通过行业层面，直接运用到企业身上。

商业特征必须有意义

如果你想同时在宏观和微观投资层面上一帆风顺，你一定希望在权重分配最高的国家里找到效益最好的企业。

“企业越接近于商品生产，劳动力成本是否最低就越为重要。因此，我不会投资于生产塑料玩具的企业。原因很明显，因为这种生意需要以中国大陆为基地，而且要将50%的收益用于支付劳动力成本。”

“就亚洲而言，我喜欢劳动力成本低但不一定股价最低的公司。在印度，软件公司每年只要支付3000美元，就可以招募到训练有素的软件工程师。而在美国，相同水平的人年薪为5万到6万美元。印度工程师一点都不逊色，他们可以在越洋电话的另一端，在海德拉巴德编写软件，供半个地球以外的类似于约翰·迪尔公司那样的美国企业使用。你必须寻找能够充分利用本地优势的公司。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"亚洲的优势在于拥有极低的劳动力成本、极低的土地成本、高度灵活的劳动力大军和巨大的生产技能。同时拥有便宜的土地和劳力的地方，就很适合发展重工业和劳力密集型企业，比如中国。在劳力成本较高的地方，产业部门必须生产出更高的附加值，因而要更多地发展服务性行业而不是生产性行业。新加坡和香港的人均 GDP 现在都超过了英国，而且地价昂贵。显然，这些地区只有成为亚洲其他地区的服务中心而不是充当制造业基地，才能有出路。"

专有优势是一种红利

在理想状态下，你可以在一家真正具有竞争力优势的企业身上发现某些特别的东西。

"从最纯粹的意义上说，一家处于垄断地位的企业拥有专有优势。通过立法使这种优势神圣化的例子包括亚洲许多公用事业企业，如韩国电力公社、菲律宾长途电话公司和香港电信等等。"

"三星电子是其中一个突出的例子。它的管理非常完善，与同类企业相比有许多不同的特色。它拥有严格的财务制度，成本控制也非常有效，这些使它具有很高的现金创收能力和成本优势。他们把这一优势引入他们擅长的领域。在半导体行业中，他们已和日本厂商并驾齐驱，而且如今已是全球最大的 64M 内存生产商。在亚洲范围内，就半导体的生产而言，它的成本最低。"

1996 年 8 月，这只股票看来特别具有吸引力，而埃弗雷顿也充满信心地认为，三星电子是一项很好的长期投资。在去年一段时间内，由于韩国市场低迷，半导体产业周期呈下降趋势，三星股价缩水一半以上，但埃弗雷顿还是看好其长期前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票回报率和可持续增长：成功的暹罗双胞胎

埃弗雷顿并没有忽视考察财务业绩的必要性。在这里，他把关键点放在两个特别的指标上，因为在亚洲这个文化和政治规则都绝对服从经济增长的地区，这两个因素是最重要的。

“高水平的内部现金发生数意味着非常高的股票回报率。股票回报率从数字上规定了一家企业成长的极限，所以高回报率一般表示高增长。”

“我们要找的是这样的企业：它显示出高水平的股票回报率，而且其特征预示着他们接下来能保持这个回报率。强大的管理层、拥有专有技术或独特的销售方式意味着竞争力优势，加上相对于所在行业表现良好的资产负债表，这一切构成了可持续增长的指标。其中，管理是最重要的成分。例如，三星电子就是韩国管理最佳的企业。”

选股的技巧

埃弗雷顿首先是一名投资者而不是交易商，但他对于购买股票却一点也不保守。

“从根本上说，我所做的每一件事都是寻找股票投资机会。如果我购入一种可兑换债券，那是因为它是进入所属资产的最佳途径。一旦我看中某家公司，我就会设法进入其中最便宜的资产。在亚洲，要做到这一点可能非常复杂，因为你可能会遇到对股票类别的限制，或者是对交易所涉及的一些国家的限制。在韩国和台湾，虽然投资壁垒已被逐步消除，但外国投资者仍然受到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严格的限制。甚至在新加坡和泰国，对外国人拥有当地银行资产的比例都有明确的限制。此类限制往往使对外国人开放的股票产生大额加价，而技巧在于如何避免这种加价。”

行业因素

行业因素对埃弗雷顿的投资策略有一定影响，但作用有限。他很清楚，尽管他所做的事情当中有许多从理论上讲将提高行业权重的重要性，但这种做法对于亚洲市场并不实际。在亚洲，行业因素可以作为一种正面的鉴别标准发挥一定作用；也可以作为一种负面的变量，使他避开并不理想的投资。

“问题不仅仅是对于某些行业的好恶。我从不喜欢亚洲的建筑业，因为它是一项经常处于体制内腐败案件核心的产业，无法按常理对其进行分析。在韩国最近一桩涉及两名前总统的贿赂基金丑闻中，建筑业处于风波的中心。因此，当廉政调查展开时，整个建筑业都要跟着遭殃。我也不太喜欢房地产行业。我更喜欢工业公司。我喜欢诸如公用事业公司之类的公司，也喜欢银行。和亚洲的银行打交道，关键在于考察他们处理不良贷款时的认真程度。近年来，泰国银行业已经成为整个泰国经济的代言人和范例。值得重视的一件事就是：一旦亚洲国家放松金融管制，银行营业额就会出现大幅扩张。根据这个投资主题，当目前韩国放松对银行业的管制时，投资者就要对韩国银行未来三年的情况作好预期，以发现机遇。”

“我也喜欢电话公司，但电信企业一般都是世界股市的性感宝贝，因此它已经损耗掉了许多价值。直到人们开始抱怨它是一项讨厌的生意时，我才会返回这个市场。很明显，这是一个增长型的产业。”

“电子消费品行业也不错。如果经营得当，它是非常容易管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理的。亚洲人十分擅长批量制造，这一技巧为日本人所精通，如今正在被整个亚洲所仿效。”

投资技巧的实际应用

埃弗雷顿认为，对于那些欲在亚洲一试身手的个人投资者而言，先听取一些谨慎的忠告非常有必要。投资者配置投资组合的基本理由大多是令人信服的，但投资并不总是如同拿起听筒给你的经纪人打电话一样直截了当。在亚洲过去 20 年来投资气候日趋成熟的同时，对国家和股票选择的某些限制依然存在，包括一些对外国人全部控股的残留限制措施。

“当我 20 世纪 80 年代初开始搞投资时，外国人在菲律宾只能购买两只股票——力生啤酒和菲律宾长途电话公司。菲律宾对外国人所有权的限制和外汇管制都很严格。当时韩国和台湾甚至还没有开放，泰国也刚开始变得可以进入。但在所有的这些地方，供外国人选择的股票最多不超过 10 只。”

“如今情况更为复杂。菲律宾只有 20 家规模适度、质量良好的公司，但韩国已拥有 800 家上市公司。韩国市场是巨大的，但外国人最多只能拥有任何一家公司所有权的 18%，而外国个人投资者最多只能拥有 4%（1996 年 4 月 1 日前只有 1%）。数年前，由于限额已满，外国人无法从三星这样的企业收购资产。然后，你不得不决定是否支付加价，从另一名外国投资者手中买入二手股票。有段时间，三星股票的加价达到 50%；在这个价格水平上，关于加价的决定变得如同基本投资决定一样重要。如今，和 6 个月前 30% 的加价相比，外国人在韩国不付加价就能购买二手股票。而且，由于股票市价下降 50% 多，对于一名外国人而言，只要支付相当于一年前价格的不到一半。”

“比如说，你在目前新加坡市场流动性很好的情况下，要购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入新加坡发展银行(DBS)的股票。它是一家很好的银行，也是新加坡的一流银行之一。但作为外国人，你不得不支付80%的加价。新加坡报业控股有限公司的加价是78%，新加坡航空公司为87%。两年前，它们都没有加价。在我看来，这些加价都不明智。”

在了解了加价因素、市场时机选择以及上述各类投资分析工具后，普通投资者不由得会想，在亚洲，除了香港以外，投资对于外国人而言还只是专业投资者的游戏。作为普通投资者，不如把钱交给单位信托和投资信托，这些投资机构至少可以进行任何一种国家转换和地区选择。

亚洲衰退？

亚洲是目前世界上经济形势最为喜人的地区，投资者对于如何能在这里找到物美价廉的好买卖怀有极大兴趣。因此，由身在当地的一名专业投资人士现身说法将大有裨益。埃弗雷顿在香港已经呆了12年(比他最初预计的多10年)，而且四处巡游，走遍了这一地区每一个有股市的国家，以及一些尚未正式对外开放的国家。

> 目前东南亚尚未被充分开发，而且对优良企业进行多次重新估价的机会仍然存在。

“为了展望未来，首先必须回顾过去。现在亚洲的经济增长模式和10年、甚至20年前差不多。基于极高的储蓄率，这一地区的增长率极高。因此，只要保持高储蓄率，亚洲国家便可持续地快速增长。它们也许会犯错误，增势减缓，但增长的动力仍在。和现在不同的是，10年前这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些市场还相对地未被开发，价格非常便宜。当时泰国的市盈率是4，其他绝大多数‘虎国’的市盈率都在10倍以内。尽管目前东南亚尚未被充分开发，而且对优良企业进行多次重新估价的机会仍然存在，但情况已经全然不同。”

“如今，人人都在关注亚洲市场。亚洲基金也有数百个之多，该地区不再和从前一样是便宜货的代名词。从理论上说，股市的高回报来自于经济的高增长。这听起来没错。但如果挖掘一下表面之下的东西，就会发现，过去10年中亚洲股市回报增长更多地是来自于股票市盈率的扩张，而不是真正的收入增长。这就令人警惕。由于投资者对亚洲市场一拥而上，将泰国的市盈率由4抬升到18，也许还能抬得更高。实际上，亚洲已经被重新估价。”

“另一件需要警惕事情就是：在亚洲，每股收益率的增长从未取得应有的成功。”

> 亚洲股市回报增长更多地是来自于股票市盈率的扩张，而不是真正的收入增长。这令人警惕。

绝大多数人或多或少都会意识到第一点，尽管它经常会在投资者普遍热情高涨时被遗忘。只有少数人清楚第二点，并能理解它为何是真的——而且，可惜的是，的确是真的——，而恰恰这一点对于任何针对亚洲企业的股票投资评估分析而言，都是最基本的。

“让我们看一看中国的投资前景。中国于1978年实行对外开放。自那时起，其经济以8%的增长率持续增长了17年。这种增长率是奇妙的。但在某种程度上，这种GDP和财政收入的增长从未使投资收益水平获得相应提高。长期股票投资者无法在中国通过炒股直接赚钱。真正赚钱的是那些跨国公司。它们已经打入中国市场，不断通过谈判发展壮大，并建立起工厂设施，常常从事出口生意，并拥有控股权或100%的所有权。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“在香港，制造业已经将生产线全部迁至中国大陆。这么做的还不仅是制造商。甚至还包括一些公用事业公司，如中华电力公司，它有相当一部分电力是在中国大陆生产的。香港飞机工程有限公司(HAECO)将一部分维修和发动机测试装置迁移到大陆，从而降低了成本。德昌电机控股有限公司更是将其所有的制造业务都迁到大陆。”

因此，埃弗雷顿为个人投资者开的处方就是通过跨国公司或者有选择地通过香港市场开拓中国市场。

> 埃弗雷顿为个人投资者开的处方就是通过跨国公司或者有选择地通过香港市场开拓中国市场。

如果有人当场问埃弗雷顿：你认为未来 10 年最好的投资回报将出自哪里？他准会这样回答：

“除了俄罗斯——它绝对是我最喜欢的市场——以外，答案就是韩国。这是一个有可能成为另一个日本的国家。日本已经在亚洲树立起榜样，但现在的问题是：谁将步其后尘？需要记住的是，韩国在 1906 年至 1946 年间曾被日本占领。韩国的经济结构多是模仿日本建立的。韩国财政部就是由日本人成立的。韩国银行是由日本银行设立的。韩国的企业集团——财阀，和日本财阀一模一样。两国交叉持股的方式也差不多。由于那段被占领的历史，每个 60 岁以上的韩国人都能说一口流利的日语。”

“这种相似之处是不可思议的。就金融市场而言，在韩国和在日本一样，都是发展极为缓慢的。目前韩国企业财务杠杆平均为 3: 1，和 20 世纪 60 年代的日本一样。当时，日本的市盈率非常低，如同现在的韩国一样。”

“让我们从投资的角度分析上述特点。从经济上说，当前美国是世界的中心。而美国将把这个权杖让给亚洲国家，也许第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个是日本。此外，韩国是长期内亚洲最便宜的市场。例如，目前韩国市场的价格与现金流之比低于 5 倍。在今后一段时间内都将如此。”

“韩国人对他们市场的萧条现状十分担忧。这一点迫使韩国市场注重吸引外国投资者。韩国的外资控股上限将在 1996 年底由 18% 上调到 20%，至 1997 年初将进一步达到 25%。在那个阶段，韩国市场便可得到有效开放。相比之下，在日本，外国人对市场的拥有率从未超过 10%。”

当埃弗雷顿 1996 年 3 月为一个典型的投资组合设置国家权重时，韩国理所当然地成为首选国家。如今，当被问及如何在未来三年内从头开始调整亚洲投资组合时，他的答案显示出了高度的投资集中性：

“韩国正在逐渐复苏，进入一个新周期，但目前仍处于非常低迷的水平。我将把投资组合的 30% 放在那里。我同时会在日本和台湾各投入 30%。”

最近，埃弗雷顿在向伦敦机构投资者作报告时，强调了他对韩国市场持乐观态度的几条理由：

- 利率下降
- 在佑城建筑公司破产案后，韩国银行随之放松信贷
- 消费者物价指数(CPI)相对低于 GDP 增长
- 市盈率(PER)处于 8 年来最低水平，与 1992 年持平
- 韩国人极度悲观——一个很好的反面指标。当然，这也是埃弗雷顿的一贯爱好
- 随着离境市场和全球存托凭证(GDRR)市场的复兴，地区流动资金进入韩国

台湾是目前埃弗雷顿将进行重点投资的另一个市场。其中的推理过程和他增加韩国权重的原因是不同的，但至少包含了同一种投资哲学的一些成分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我不会当冷门投机者，但我的确喜欢去别人不去的地方。我不认为台湾的政治风险像许多人认为的那么大。前提是台湾不要犯任何错误——如果台湾明天宣布独立，我认为，毫无疑问，中国大陆将发动战争。但我不认为台湾人会那么傻。”

“中国大陆在经济问题上高度理智。但是，如果涉及民族主义，就有很大风险。中国大陆有5000年的历史，但她一般不会逼迫台湾，除非被极度冒犯，以致影响到她在亚洲的其他利益。如果她有一天向台湾发射导弹，香港恒生指数将下跌3000点。”

“那么，我们在台湾买什么？在台湾，岛内上市的封闭式基金目前以相对于资产价值20%的折扣出售。所以，为什么不买台湾的股票？台湾市场很便宜，在股指4600点时，你可以通过诸如福元、中国成长或光华一类的基金以3800点的价格买入股票。令我们心想事成的是，台湾当局已经制定新法律，规定如果折价超过20%，这些基金便自动转为开放式基金。这样，它们的折价便会消失。”

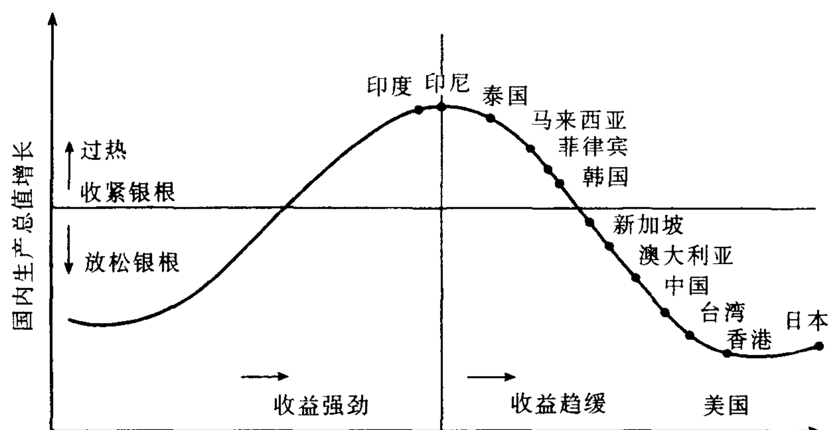
“而且，如果你在台湾碰到牛市——而且我相信我们会看到这种情况——折扣率也将收缩。我的对冲基金当中与台湾有关的风险投资，完全是通过当地的封闭式基金进行的。”

1996年早期是到台湾投资的有利时机。埃弗雷顿列举了其中的原因：

- 经常项目盈余增加
- 1996年上半年被纳入摩根·斯坦利资本国际(MSCI)指数
- 相对于通货膨胀，GDP增长良好
- 台湾是中国大陆最大的投资者
- 1996年市盈率为14，为1986年以来最低

上述观点是埃弗雷顿对多种因素进行考虑后得出的结果。但他最关心的还是流动性周期。图4-2显示了他心目中1996年3月亚洲各国(或地区)在流动性周期中所处的位置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：丽晶资产管理公司

图 4-2　经济/流动性周期

埃弗雷顿认为，投资于某个市场的最佳时机是其跌入低谷前的几个月。在这一阶段，由于贷款需求不景气，流动性增加，当地政府在一般情况下都会积极地刺激流动性。同时，关于收益的坏消息大多会在某种程度上促使股票打折。如果你此时投资，就一定能在新一轮流动性周期开始时抓住收益加速增长的势头。台湾市场 1996 年 4 月的情况就是如此。

封闭式基金

封闭式基金是埃弗雷顿投资活动的另一方面，应被视为一个独立问题加以研究。由于他的投资哲学强调更多地从宏观角度解释市场，并通过市场配置获取力量，因此他所领导的丽晶基金管理有限公司十分重视开发封闭式基金市场。台湾是其中一个典型的例子。这些例子表明，愿意通过间接途径进入市场的投资者也能够创造额外价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丽晶公司绝非是一支只要传统主义者阻挡其实现优异业绩就会凋谢的紫罗兰。亚洲文化要求尊敬长辈，但同时也极为注重生意和金融上的成就。丽晶公司全盘接受了投资对象国的文化，同时对基金股东极为尊重。但如果这种投资方法的改变不能提高业绩，丽晶公司就将放弃这种改变。

以下是摘自丽晶公司员工手册的一段话，它阐述了上述经营哲学：

> 在找准适合的封闭式基金并对其采取行动时，要同时充分使用市场情报和基金构造知识；这些基金往往以至少15%的折价进行交易，而且它们的投资组合中存在相对流动的投资。
>
> 虽然绝大多数此类基金都在国际市场上上市交易，但我们同样会在一定范围内买进没有上市的封闭式基金。
>
> 近年来，太平洋盆地出现了大量的专业投资基金。我们相信其中有许多规模较小，而且同时以超过平均折价的比率进行的交易，从而使公司行为的发生成为可能。
>
> 我们要挑出可能发生公司行为的封闭式基金，充分利用其结构变化(包括流动性、单位化或不太常见的并购)，以求缩小或消除其股票交易中的折价。

在亚太封闭式基金领域，丽晶公司一直积极地促使一些基金实现单位化，如马来西亚资本基金和GT智利基金，同时也通过对台湾中华资产基金和泰国亚洲基金等基金采取积极行动获得利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受亚洲风格影响的其他资产

1996年，丽晶基金和埃弗雷顿对黄金交易表现出少见的浓厚兴趣。而对于影响这一特殊商品市场（黄金）的力量的认识，身处香港的他与一般西方人稍有不同。

“我不赞成那种认为全球通货膨胀已经下降并得到控制的观点。实际上，流动性正在冲击现有的经济体系。通货膨胀在过去5年内十分厉害，但它并不像一般人所想的那样表现在消费者价格上，反而是通过金融资产显露出来的。通货膨胀全面上升的趋势如果持续下去，对股票市场将非常有害。通货膨胀就像喝酒。最初非常舒服，但你逐渐就会领教酒的威力。通货膨胀的最初迹象常会在表现超常优异的股市当中自行显露出来。”

“在这种情况下，我的担忧在于，由于1996年世界主要经济体都不景气，各国都企图通过不断放松信贷避开这一趋势，并试图采用不合理的汇率政策避险。这将导致竞争性贬值和竞争性的流动性扩张。你可以在美国见到这种情况。此外，日本也在加紧增印钞票，就像日元快要过期一样。因为，如果他们不这么做，日元对他们来说就是要过期。”

“我目光所及之处，所有的印钞机都在发烫。对我来说，这意味着，虽然通货膨胀一直局限于金融资产，但如今很可能扩散。通货膨胀的形式五花八门。1995年，商品价格极大上涨。因此，如果有人问我：‘通货膨胀将引向何方？’在我看来，商品市场就是下一个目标。包括黄金。”

“过去三年中，世界黄金市场的基本条件严重失衡。珠宝需求越过了界限，如今已超过长期年度黄金需求的20%。只有制造商史无前例地进行黄金期货销售或者各国中央银行大量抛售黄金，才能使黄金供需恢复平衡。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"1995 年 12 月，黄金投机价降至空前低的水平。黄金期货价格变化率下跌至 8%。与此同时，黄金延期费，即期货价格与现货价格之比，从每盎司 26 美元降到 12 美元。第三个因素就是实体金条借贷成本上升到年均 3.5%。这是一个很高的成本。将这三个因素加在一起，你就能知道制造商将停止远期销售，因为无利可图。所以，除非各国中央银行加大黄金抛售，否则黄金市场将会失衡，价格将会上涨。"

目前，西方人在亚洲进行成功投资仍处于萌芽状态，仅限于股市。但随着埃弗雷顿这样的人不断确保他的股东在"正确的时间处于正确的市场"，情况肯定会越来越好。面对众多可用的专业工具，投资者很容易会对如何正确加以选择产生疑惑。有一点很明显，就是使用静态法——无论如何呆在香港——但它不是最佳方法。香港市场的行情很少会连续两年不变。何况，埃弗雷顿的经验已经显示出在亚洲各个市场间进行轮换的重要性。在挑选最佳投资地点方面，他的成绩每年都十分优异。

坐在家中摆弄由知名蓝筹股组成的投资组合的确很舒服；但如果投资者需要在全球寻找高额回报，依靠像埃弗雷顿这样的投资经理人就是一条既保险又赚钱的捷径。在埃弗雷顿所管辖的基金中，每一名投资者都能获得惊人的回报。

总而言之，埃弗雷顿为他的投资者做出了杰出贡献。任何人只要在 1981 年 10 月交给他 1 万美元、并跟着他进入每个新兴市场，就将会在 1995 年年底获得价值为 130,520 美元的股票，或者换句话说，在 14 年间获得 13 倍的利润。这显示出这位投资大师创造业绩的卓越本领。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 固定收入投资之王和全球资产配置行家
* 不断获得标普米高柏公司评选的最佳类别业绩奖
* 弗莱特不仅是一名投资经理，还是一位作者(著有《你所知道的关于汇率的一切》)，并活跃于政坛(阿伦德尔和南部丘陵地区的保守党议员)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

霍华德·弗莱特：投资于“国家普通股”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对第二次世界大战以来的英国投资史有所了解的人都知道，在过去50年中，投资于股票比投资于任何其他金融产品都要赚钱。因此绝大多数人认为，股票是一种比债券更好的投资。但霍华德·弗莱特不这么看。弗莱特是首先发现战后通货膨胀趋势转向及其对债券投资的正面影响的人之一。他认为，只要成功地对债券进行货币管理便可赚钱。过去16年来，他的吉尼斯·弗莱特公司在债券和货币方面的业绩纪录，尤其是其旗舰基金——货币管理基金的业绩纪录，足以使许多股票投资者自愧不如。

过去15年中，吉尼斯·弗莱特公司的业绩一直超过一般水平，并为投资者提供相对的低风险回报，回报率超过所有5种主要硬通货的储蓄利息基准。看一看图5-1，你便可以知道，自1980年以来，吉尼斯·弗莱特货币管理基金(GFMCF)的年回报率超过英国货币储蓄收益率3.3%。自1980年5月至今，该基金年均回报率为14.7%。对该基金的英国股东而言，以英镑计算，相当于在此期间获得了744%的总回报。

在GFMCF基金出现以前，特别提款权(SDR)的储蓄是一种可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

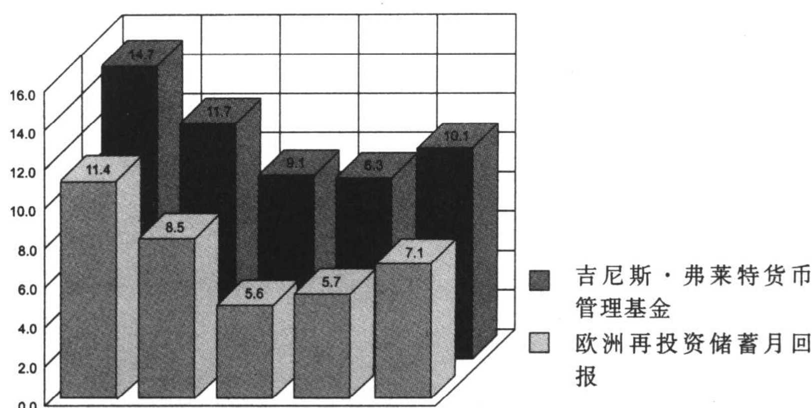


图 5－1　15 年的货币管理业绩史

吉尼斯·弗莱特货币管理基金回报与欧洲再投资储蓄月回报之比

1980 年 6 月 2 日～1996 年 1 月 1 日

回报为除去各种费用的净值

过去的业绩并不一定就是未来的指导。这一投资价值及其产生的收益可升可降，没有保障。

来源：吉尼斯·弗莱特公司及标普米高柏公司和数据流公司提供的数据

行的投资方法。的确，对于那些希望在全球均匀分散货币风险的人而言，SDR 是目前世界上惟一的固定货币篮子。但 GFMCF 基金提供了更具战略意义的货币管理方式，自基金诞生以来，其回报超过 SDR 储蓄收益 281%（以再投资总利息计算）。

JP 摩根全球政府指数通常被认为是表现优异的工业基准指数。但在过去 10 年中，吉尼斯·弗莱特公司的另一旗舰基金——全球债券基金的回报率超过这一指数 44%。

吉尼斯·弗莱特公司的优秀业绩可以用多种标准加以衡量，但 3 年期和 5 年期的业绩最有说服力。到 1995 年底，无论以美元还是英镑的价值计算，吉尼斯·弗莱特公司的各只主要基金在基金排名中都一直处于前列。在吉尼斯·弗莱特全球战略系列基金当中，80% 的子基金连续 5 年名列前茅。在吉尼斯·弗莱特国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续积累系列基金当中，所有子基金的5年期排名也都处于前列。自从标普米高柏评级机构1991年设立投资奖项以来，到1994年为止，吉尼斯·弗莱特公司每年都会荣获最佳大型离岸集团奖或年度离岸基金管理集团奖，或者同时获得这两个奖项。吉尼斯·弗莱特公司旗下基金得过各种投资奖项。作为整体，吉尼斯·弗莱特公司1995年在标普米高柏大型投资集团5年期评选当中荣获亚军，它此前还在1994年获得标普米高柏最佳离岸股票管理者大奖。

虽然弗莱特不愿只被人看作是货币和固定收入投资领域的一代宗师，但公平地说，这正是他得以名留史册的理由。吉尼斯·弗莱特公司如今管理着来自一系列资产种类并在许多国家经营基金，包括最近成立的马德拉斯印度证券基金、亚洲小企业基金和中国基金。在任何时候与弗莱特交谈，话题的起点和终点必然都是货币和债券。从本质上说，吉尼斯·弗莱特公司的成功秘诀在于弗莱特对政府、经济政策以及使许多投资经理望而却步的一些细节问题的独到见解。

吉尼斯·弗莱特公司以现有形式运作，始于1986年。但它的生意要追溯到1979年，当时弗莱特加盟吉尼斯·马洪——后来是蒂姆·吉尼斯——管理的公司，负责管理小型和不赚钱的投资。如果有人说弗莱特是吉尼斯·弗莱特公司取得成功的惟一因素，他一定会感到不自在，并会指出他和公司合伙人蒂姆·吉尼斯是一对步调一致的伙伴，而且在某些方面，吉尼斯资格更老。两人的友谊始于20世纪60年代，当时他们都常在牛津大学玛格达莱妮学院的佩匹斯图书馆里看书。

弗莱特的儿时轶事成为日后吉尼斯·弗莱特公司获得成功的前奏。弗莱特做第一项投资时才16岁时，当时他购买了一只利率为8%的兰德证券公司可转让债券。“我投入200英镑，而当时这只债券的息率是8%。我做此项投资是基于对其收益和资本增长潜力背景的综合考虑。本钱是我在假期打工挣来的，本来准备买一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辆小摩托车。但我父母说，如果我不买小摩托，我到 17 岁时就可以得到一辆二手汽车。所以我开始寻找一项有吸引力、低风险的投资，以将我的这笔积蓄投出去。和如今一样，当时这只可转让债券的价值就很高。结果非常好。”

有意思的是，在 1995 年吉尼斯·弗莱特公司的企业债券信托中，有一只被重仓持有的债券就是 2027 年 9 月 30 日到期的息率 10% 的兰德公司债券——而且占投资组合仓位的 3%！这证明，优秀的长期投资永远物有所值。

弗莱特为何年纪轻轻就选择这么一种成熟而隐秘的安全投资方式呢？他的家庭背景可以帮助说明这个问题。

“当年，我父亲掌管着国民威斯敏斯特银行(后来的威斯敏斯特银行)的一个托管部门，所以我是一边了解金融工具的作用，一边长大的。而且，我们弗莱特家族自 1640 年起就在伦敦金融城工作，历经历史上的多次繁荣和萧条。我的祖辈们都被葬在金融城的邦希尔墓地，他们属于浸礼会和非圣公会下属的金融帮派，在 18 世纪和 19 世纪早期非常活跃。”

买债券这件事并非弗莱特年幼时显露金融天才的惟一迹象。12 岁时，弗莱特就显示出某种创业潜质——懂得通过做小生意为购买喜爱的唱片筹集资金。

“那时候我迷上了古典音乐。当年有一个叫做‘俱乐部之王’的唱片系列，每张售价一个几尼(1.05 英镑)。以如今的标准计算，大概相当于 15 英镑。我于是就想办法搞到买唱片的钱。我家附近有一条小河，我经常到那里去割点豆瓣菜，将它们洗净并称好份量，然后扎成捆，在每个星期五的早上拿到 WI 市场的摊位上去卖。在一个季度中，我每周大概能从中赚到 30 先令(1.5 英镑)。”

1971 年，弗莱特在美国密歇根大学商学院获得硕士学位后回国，就职于罗思柴尔德公司。他很快发现自己置身于一片熟悉的领地，开始管理专业金融工具并处理一些特殊情况。弗莱特参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理的一些投资组合主要投资于股票，其他的则主要或分别地投资于固定收入证券和可转让证券。

"我一开始就进入了投资行业的核心，从一个名叫汤姆·丹尼尔斯的有趣人物那里接管一只基金。他在6个周期内改换门庭，加入德·佐特和贝文公司。我当时是罗思柴尔德公司养老金基金管理团队的一员，我的职责范围包括香港市场、英国可兑换证券和凭证、企业并购以及英国的金融和纸张行业。"

"全球性"一直是弗莱特思想中不可缺少的一部分，甚至在他从事投资活动前就是这样。在罗思柴尔德公司，他很早就得到机会应用这一想法。他是推动增加对远东地区——尤其是香港——投资的有功之臣；同时，也正是他发现了迫使投资者对货币领域的投资思想进行重新评估的各种外部因素。

"在那个年代，英国投资者在为国际性投资项目进行贷款融资时，会尽可能地避免英国的汇率管制和加价成本。后来，美元与黄金脱钩，宣告布雷顿森林体系的终结。对于美元汇率浮动的结果，当时我强烈坚持自己的看法，因为这曾是我在商学院读书时的主要研究课题。我曾就1970年英国大选前的货币前景预测问题与美国福特基金会的经济学家进行过合作，也曾为底特律的一家大银行分析过新加坡和香港在亚欧投资市场发展过程中所扮演的角色。"

弗莱特认为，他在美国密歇根大学商学院的求学经历是其思想的形成阶段，并对他日后的投资风格产生了深刻而持久的影响。

"当时学校里有一位才华出众的德国籍国际金融学教授，名叫冈特·迪费。他现在仍就职于密歇根大学，并为美国和其他国家的政府当顾问。他塑造了我的思想，是我的恩师。"

"我们俩当时关注的一个课题就是欧洲的蛇形浮动汇率制以及关于欧洲共同货币的正反观点。由于受到密歇根大学的熏陶，我基本上一直反对欧洲共同货币。我只是在20世纪80年代末一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度产生动摇，认为它终究不可避免而且是可行之道。25 年前，迪费教授向我指出，美国南北战争以后，南部各州由于全国货币实行统一而深受其害，因为它们的经济相对落后于美国其他地区。结果，它导致了美国百年不息的大规模人口移动和经济的相对萧条。在对待社会经济特点、增长率、成本和通货膨胀等因素都不相同的各个经济区域的有关问题上，调整汇率是社会化最低、最为经济而且最划算的对策。在我看来，这种观点和美国南部的案例对于目前欧洲面临的问题具有根本的借鉴意义。”

“我从个人经验和海外侨民的需要出发，感到需要成立一只货币管理基金。当撒切尔夫人明智地废除了汇率管制后，英国的国内需求得到了释放。部分而言，我们成立货币管理基金也是为了处理我们在瑞士和英国根西岛的小额低风险账户，因为它们无法作为独立的投资组合加以管理。这只货币管理基金于 1980 年 5 月正式成立。”

这只基金第一个广告很不起眼地登在某日的《金融时报》上，反面正是关于“吉尼斯·皮特陷入困境”的头条新闻。尽管当时媒体对它的评价多为负面，但关于货币管理的新型投资理念使这只基金很快吸收到 500 万美元投资。吉尼斯和弗莱特开始联手经营这只最终注定要登上顶峰的基金。

无论过去还是现在，弗莱特都非常具有创业精神。而在他的投资生涯中，有许多与众不同的标志。由于罗斯柴尔德公司只是伦敦金融城中一个普遍而传统的起点，弗莱特在那里工作两年之后便另谋高就，加入一家时髦的商业银行——圣玛丽·阿克斯金融银行。该行由詹姆斯·海沃斯·邓恩经营，并且是加特莫尔银行的平行机构。它后来改名为凯泽尔·鲍沃特银行(CB)。它有一只称为拉利证券信托的投资信托，是弗莱特当时在 CB 的工作场所。他参与管理这只信托的投资组合，经手处理企业金融项目和一些借贷项目，并负责现金账户。最后一项工作使他有机会观察到英格兰银行在 1973～1974 年第二次银行危机时的“救生艇行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动"。随后，他又参与香港获多利有限公司的企业融资工作，以及港币欧洲债券的发行。之后，他又被派到印度孟买创立这家香港公司的印度商业银行业务。说了上述这么多似乎离题的话，就是为了强调弗莱特：

(a)有比其他绝大多数投资经理人更广泛的金融背景

(b)拥有信贷方面的专长

(c)在几个国家有直接工作经验

这种经验和技能的组合反映出他拥有兼容并蓄的经验基础，也成为他日后独立发展的最佳序曲。

弗莱特如今在产业、资本市场和政治的交叉点上工作。他在以上三个领域都表现积极。他的投资才华在本章中得到了全面介绍。相比之下，他参与政治活动的能力却很少有人知道。实际上，弗莱特一直利用政治专长为他的投资者和整个投资界造福。最近的一个例子就是，他为确保债券也能得到英国个人持股计划(PEP)的税务优惠而发起了一场运动。

弗莱特政治活动的基础很广，这是他过去30年生活的一部分。在剑桥上本科时，他就是学校的保守党协会主席。后来，他两次成为萨瑟克/伯蒙德西地区保守党议员候选人，并从此活跃于保守党的政治圈——他在政界的其他经历包括曾担任皇家政府保守党财政税务委员会成员数年之久。弗莱特在政坛的经验以及他对于一切政治事务的兴趣，是他许多投资观点不可分割的一部分。他在政坛上不断努力，直至最近被提名为保守党国会议员候选人，争取阿伦德尔和南部丘陵地区的议会席位。他的下一站会是威斯敏斯特(英国议会)吗？

"我总是与政治有缘分。在剑桥上学时我为托利党(保守党)工作，而且是该党高年级学生委员会的成员。在毕业前的日子里，我面临着是否要加入托利党研究部、从而投身政治的选择。那里有工作机会，而且是所有托利党政治新人的起点；但我并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想成为一名急功近利的政客，而是希望首先开创一番事业，所以我最后选择去美国商学院深造。”

此后，弗莱特继续与政坛新秀保持密切联系。罗思柴尔德公司的投资部门被称为政治天才的摇篮。“这家公司后来吸收了诺曼·拉蒙特和托尼·纳尔逊。”此外，一些不可思议的巧事促进了弗莱特的事业。在凯泽尔·鲍沃特银行工作时，他曾和阿拉斯泰尔·古德拉德——现在是国会督导员——共事，一起建立并监管一家名为特蒙功的新加坡商业银行(后来称为希尔·塞缪尔新加坡银行)。

弗莱特政治经验和金融生涯的互动为吉尼斯·弗莱特系列基金的股东们带来了实际利益。因为他能够将他对政治事件如何影响金融市场的理解转化为对投资组合的重新定位。他总是率先对一些政治经济大事做出反应，而一般人在认识这些事件的影响时总是反应迟钝。这一长处使他获益匪浅。不久前，吉尼斯·弗莱特公司在海湾战争前后采取的货币投资策略，说明了他的这一专长如何在实际中发挥作用。

“当美国对伊拉克宣战时，我确信他们会赢，而且这将对美元有利；他们期望这次胜利能够抵消越南战争遗留的负面影响，而中东国家和日本将不得不支付战争开支。”

弗莱特具备将政治变革和经济发展的各种长期金融影响力加以综合分析的能力，这也是他个人投资技巧当中最有意思的地方之一。他 1977 年晚些时候对中国的一次访问就是运用这种技能的早期例证。在“后红卫兵时代”，弗莱特设法混入第一批前往中国的西方旅游团。

“旅游团中的每个人都被当作是写文章颂扬中国的记者，但我们都是其他类型的人，包括两名化了装的罗马天主教神父！我们将大多数时间用于参观工厂，与经理们交谈，品尝绿茶。中国的经理们所说的都差不多：在工业标准化被认为是一种政治罪行的年代，试图搞生产是何等困难；他们许多的‘资产阶级’朋友

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或亲属都被发配到遥远的农村去了，并在文化大革命期间遭到过毒打。他们最大的希望就是邓小平能够将中国引向经济发展的成功轨道，这样人们就会忘记政治教条。"

"我当时在上海看到的外国人包括香港银行和渣打银行的经理们，还有一位波兰海运顾问和少数的日本人，仅此而已。那次旅行结束后，我向香港的银行汇报说，我认为中国很可能将会出现经济大发展的阶段。"

弗莱特在20世纪70年代后期访问了印度。这一经历，是对他早年在剑桥读历史书时对印度产生的最初兴趣的一种肯定。但是，这种长久的热情不得不被一种清醒的认识所代替：对于印度这样一个拥有巨大潜力、但存在着针对外国投资者的严重税收及结构壁垒的市场，要采取任何入市行动，时机还不成熟。

"我爱印度。当地人在内心深处具有创业和资本主义精神，而且我们两国的文化有许多共同特征。但对于英国人而言，印度有许多不尽如人意的地方。在那里，要做成一件事情太难了。当时，印度迷恋于要求外国公司出让主要的所有权——后来导致了可口可乐公司撤离印度的著名事件。自1947年以来，印度选择实行一套保护主义、社会主义加民族主义的政策，它来源于19世纪末、20世纪初的英国费边主义者。英国前首相爱德华·希思不幸使局势进一步恶化，他在20世纪70年代印巴冲突时背叛了英国向印度提供武器的条约，从而把印度推向俄国人。"

"我当时对印度形成了这样的看法：她正在等待合适的条件取得发展，而在不利时期坚持下来的英国商人将在未来获得巨大收益。目前一些企业正在因此获利。一些当年选择留在印度的优秀企业，如印度斯坦利华公司、葛兰素公司、帝国化学工业公司、卡德伯里公司以及格林德利斯银行、标准－渣打银行和汇丰银行等三家英国银行，如今正在产生或上交高速增长的利润。印度斯坦利华公司目前可以提供利华公司全球利润的四分之一，而香港银行的印度业务价值也很高。当年的主要问题就是英资企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在向英国母公司上交利润时必须缴纳荒谬的税务。这种现象现在已不复存在。”

“我惟一的儿子就出生在孟买，并有机会在他 18 岁时选择是否加入印度国籍。我现在想：无论如何，到那时印度都将获得很大发展；但欧洲是否能够取得很大进步就很难说。展望 1996 年以后的 50 年，我认为英印合作的机遇极其巨大。”

> 展望 1996 年以后的 50 年，我认为英印合作的机遇极其巨大。

为了更好地理解弗莱特如何将理论转化为实践，并对他的思想窥其一斑，可以读一读吉尼斯·弗莱特公司出版的季刊《货币和债券评论》及月刊《每月市场和基金公告牌》。它们都是极好的材料，涉及宏观经济和政治前景，以及对一些特殊市场的彻底的前景分析。《货币和债券评论》关注推动汇率和利率变化的因素。在这本刊物中，所有影响某种货币及其汇率国际供求关系的因素，都得到了衡量和评估。弗莱特将他评估和预测未来汇率走势的手法称为“正统主义”，作为对分析利率和其他金融因素的补充。

> 正统主义者指出，政治、一般趋势和情绪等主观因素都是很有影响力的，但不能用于统计监测或统计推论。再者，影响汇率的因素自身不断变化。这些因素的相对重要性随着时间改变；看似固定的模式和行为方式会自动发生变化，而且新的因素将日显其重要性。此外，如经常项目盈余等特殊因素的过去表现，不能构成假定其未来趋势的可靠基础。(摘自《你所需要知道的关于汇率的一切》。1988 年，作者弗莱特，H 和李·斯旺，B。所有摘要得到了此书出版商西奇威克·约翰逊公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的母公司麦克米伦出版公司的善意许可。)

有两种独立但又相互联系的投资策略在货币管理基金成立之初就成为其理念基础，而且至今仍在推动着吉尼斯·弗莱特公司的资产配置过程。

"我们寻求同时管理汇率风险和利率风险。我们紧紧盯住在所有情况下都显得价值被低估的货币，以及全球资本流动货币预示出被低估的价值将会发生逆转的货币。我们的目的就是要对这类货币进行重点投资。我们将特别提款权(SDR)作为我们的基准，并在我们经营的范围内，最小限度地将完全流动的二级货币加入SDR货币篮子。在是否应持有短期现金或延长到期时间的问题上，关键在于预计利率将出现何种变化。"

弗莱特认为，一种货币的基本要素有三点：

①这种货币的历史趋势如何？它是在增强还是被削弱？为什么？

②购买力平价。以购买力和长期总体趋势衡量，这种货币是否过分便宜或昂贵？

③贸易均衡平价。货币所在的经济体是否因其结构带来相应的贸易盈余或赤字？汇率应在多大程度上依据购买力平价打折，从而与之相适应？

弗莱特在《你所需要知道的关于汇率的一切》中这样定义贸易均衡平价：

> 贸易均衡价值就是，当一个国家取得近似贸易平衡(经常项目平衡或与其货币国际需求相应的适量盈余或赤字)时在理论上应达到的汇率。出口型国家的货币将拥有以购买力平价计算较高的国际贸易均衡值，从而抵消贸易盈余趋势，而消费型国家将出现较低的国际贸易均衡值(以购买力平价折算)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，汇率往往在正反方向上超过其国际贸易均衡值，货币也就因此被“高估”或“低估”。

“低估货币可以是人为政策的结果。日本央行在20世纪80年代早期力图使日元币值被低估，这一做法兼有积累贸易盈余和经济增长的特殊目的。经验表明，从取得贸易均衡价值到随后贸易和资本流动及汇率周期出现转向之间，通常会有相当长的时间滞后。因此，贸易均衡价值就成为货币周期当中一个理想的分水岭，标志着牛市转入熊市或反向的重大变化。”

从取得贸易均衡价值到随后贸易和资本流动及汇率周期出现转向之间，通常会有相当长的时间滞后。

弗莱特的著作《你所需要知道的关于汇率的一切》(*All You Need to Know About Exchange Rates*)同时也解释估价因素。

根据普遍规律，长期评估总能提供制定策略的标尺。这种评估建立在许多影响资金流动的传统经济因素上，它们包括：

①通货膨胀
②货币供给增长对通货膨胀的作用
③经常项目盈余和赤字
④项目资金流动。其中要加以考虑的因素包括：
(Ⅰ)利率差别；
(Ⅱ)企业投资理由；
(III)投资组合方法。
⑤生产力增长数据
⑥国民储蓄率
⑦国家预算赤字和盈余
⑧政治
⑨市场心理和趋势

此外，由于我们所处的环境容易受到无法预期的冲击，一些突发事件需要被纳入总体评估当中加以考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些因素中的绝大多数是统计数据。下面的例子则描述了弗莱特在正式进入评估过程前使用的分析方法。

基金的资本项目流动

基金的资本项目流动是影响弗莱特投资策略的核心问题。在这一问题上，他会及时更新自己的观点。

"资本流动的水平和趋势是汇率问题的核心，因为它们可以抵消或加剧经常项目对汇率的影响。图 5-2 描绘了英德美日四国官方外汇储备相对于各自货币贸易加权汇率的运动。从中可以看到，外汇储备和汇率的相关性大多数时候是好的，但由于各国中央银行干预市场的步调不能完全一致，这种相关性并不一定总是可靠的。一个国家外汇储备的增加或减少是衡量其私营部门资本流动相对强弱的最佳总体指标。"

影响弗莱特投资策略的关键因素还有一个：在汇率实现自由浮动的时代，货币，如同其他金融资产一样，也要经历一定的周期。

各个周期的时机安排各不相同。周期的必然性则反映出投资者心理和情绪的波动、以及汇率趋势变化与真实经济变化产生互动的原因和实际压力的一种混合。在这一过程中，会出现许多"鸡和蛋的循环"；汇率的发展对真实经济发展产生影响，反之亦然。在 20 世纪 70 年代和 80 年代早期，货币贬值的可能性很大，这种可能性引起了经济事件和周期的出现，并最终反过来导致货币的进一步贬值。如今，由于经济全球化以及由新兴经济体快速增长引起的对成熟经济体的强大反通货膨胀作用，这种情况已经比较少见。尽管如此，目前还是存在一种趋势，使得货币反复出现从被高估到被低估(或相反)的周期。

面对这种情况，就需要同时从历史和价值的角度评估货币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

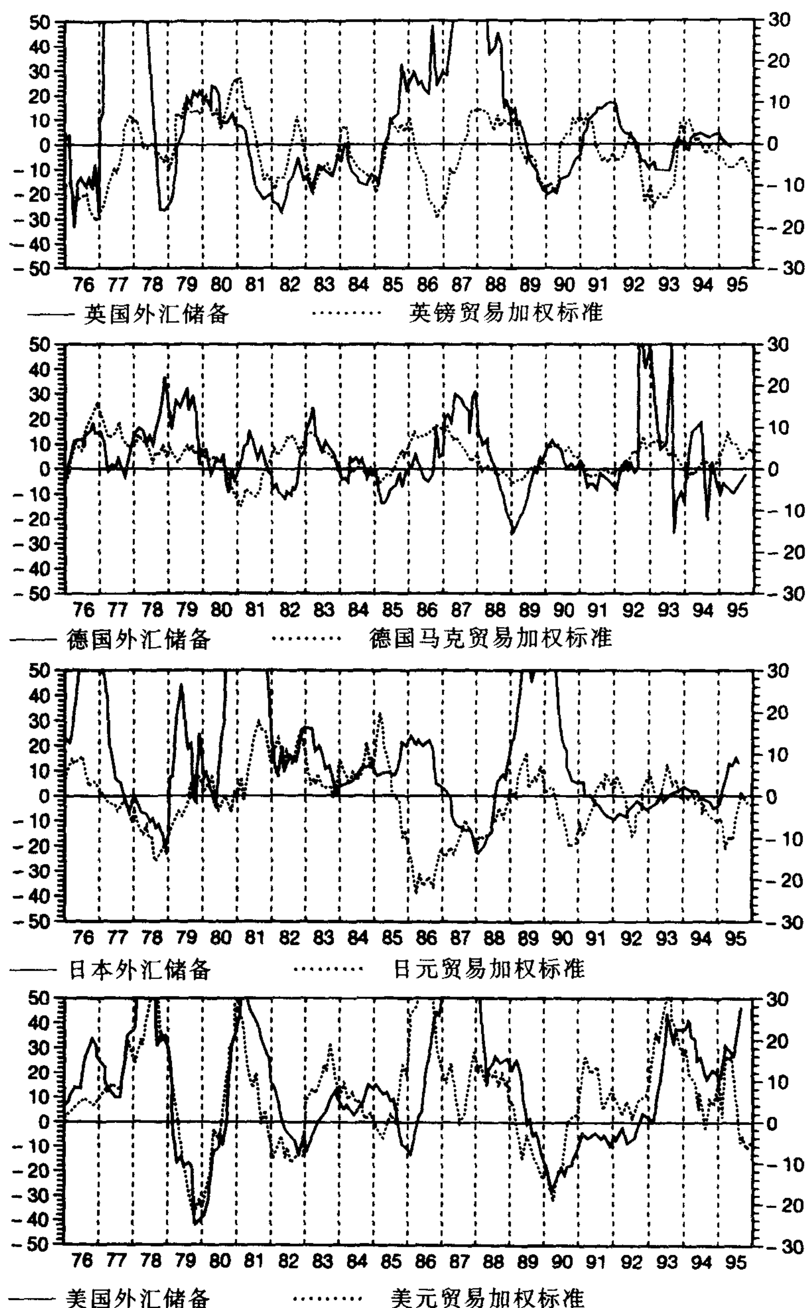


图 5－2 官方外汇储备年增长与贸易加权交叉利率之比

来源：数据流公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"人们在争论一种货币好或不好时，通常是单就最近6个月的情况而言，而不是基于任何价值的根本基础或可能的未来趋势。"

"一个国家的储蓄率水平是当前全球经济环境的要素之一，它将导致以购买力平价计算的价值产生实质性偏差。"

"储蓄率水平较低的经济体倾向于产生经常项目赤字。它们的货币总是倾向于处在相对于平价购买力折价的水平上；如果私营部门出现赤字的经济体同时也是实际上的资本输出国，这种情况就会恶化。对于储蓄率高的经济体而言，情况完全相反。这种折价将不断变化，但平价购买力概念衡量贵贱的手段则是固定不变的。"

储蓄率水平较低的各经济体倾向于产生经常项目赤字。

"你同时也必须观察推动全球资本流动的因素。过去有这么一个例子。1980年，主要由于油价提升，同时也由于保守党政府重新上台产生的心理变化，英国货币出现了急升的牛市现象，英镑对美元汇率上升至2.40美元。很明显，在这个汇率水平上，英国失去了竞争力。它带来了衰退；并导致由币值高估产生的大规模产业剧变。后来的货币贬值才促使英国经济继续发展。当今的德国和日本都有类似现象。"

"英镑升值后，随之而来的是20世纪80年代前半期著名的美元牛市，它同时是由机械性和判断性的原因导致的。判断性原因就是，经过20世纪70年代后期严重的货币疲软阶段后，美国联邦储备委员会新任主席(沃尔克)力主实行反通胀的货币和利率政策。此举在减少美国资本外流的同时也使资本重新流入美元资产。与此形成对照的是，欧洲此前的货币高估导致了'欧洲硬化症'。后来我们在20世纪90年代中期又遇到了这一情况。"

"在评估货币时，还有一个难以预测的要素需要加以关注，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是资本流动的不均衡性。20 世纪 80 年代早期，流入美国的资本并没有发生本质上的变化，但美国资本外流却急剧下降，从每年 1000 亿美元降至 200 亿美元。这就是美元受到持续升值压力的主要原因。最终，资本流动恢复平衡，但噩梦的到来只是时间问题。"

"一旦一种货币或其他金融资产已被实质性地高估或低估，你就可以将其本身视作一块吸引资本反向流动的潜在磁石。投资的时机选择是一件很难做得对的事情。通过观测和确定这种不均衡现象，你最终一定可以选对时机，但你也许将错过许多高价位或低价位上的机会。不过，货币究竟能升多高完全要听天由命。"

关于货币问题的重要性，从未有人像弗莱特在其著作《你所需要知道的关于汇率的一切》引言部分加以阐述的那样清晰而简明。

> 在日常生活中，人们使用货币作为一种交换中介而不是——或与此同时作为——一种以货易货的机制。他们很少能想到的就是，在一个浮动汇率的体系中，货币没有终极价值。60 年前，在金本位制度下，一英镑的纸币可以自由兑换成一个金镑的硬币。甚至在 20 年前，在布雷顿森林体系下，每种货币都被赋予一个固定的美元价格(虽然有时也会调整)，而美元则拥有固定的、可兑换的金价。相比之下，在一个浮动汇率体系中，任何一国的货币价值就是你可以用它买到的东西，或者你可以用它交换到的东西。这里没有价值的支持或保障；如果环境决定一切，某种货币可以价值甚微或者不值一文。"我保证付钱"这句话，仍然印在英国纸币上，但这仅仅意味着英格兰银行将发行另一种票面价值相等的纸币或币种，别无他意。这样，货币就成为代表每个国家的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"普通股"；它们的价值，和其他金融资产一样，也会上升或下降。

对汇率运动的评估和预测是必要的分析手段，它对于商业或金融机构的成败至关重要。如果不考虑汇率预期或避险成本，广为推崇的"折扣现金流动"投资手法就毫无用处。跨国投资在增长，同时世界由于通讯技术的发展正变得越来越小，国内食品成本、燃料、衣服或旅行如今都受到并服从于汇率变动因素的影响。

吉尼斯·弗莱特公司国际债券和股票基金的突出表现在很大程度要归功于货币管理。而内部分析表明，该公司另一只基金——主要环球债券基金历次优秀业绩当中有大约70%是将其货币投资和基本债券投资组合分开管理的结果。吉尼斯·弗莱特公司确实是实施货币重叠手法的先驱。要将该公司的业绩归功于债券安全和货币管理的结合也许没有什么道理。但有一点很明显，如果没有货币重叠，预期汇率变动将不得不直接成为债券配置决策的考虑因素，从而使证券投资组合面目全非。

货币已成为代表每个国家的"普通股"。

有时候，吉尼斯·弗莱特公司的这种投资方法将导致它的货币投资组合发生重大的战略性变化。1987年，在两个月内，美元在该公司投资组合中的仓位由零上升为近60%。此前，在1986年的四个月内，德国马克仓位由不到50%减少到零。在另一些时候，该公司长期持有某种货币，等待预期的趋势变化。吉尼斯·弗莱特公司在1995年大部分时间里一直重仓持有美元，这种做法如今已经结出硕果。当日元汇率升至100日元对1美元时，日本经济显然已在困境中陷得很深，而它的复苏将要求货币贬值。由于墨西哥危机的干扰，使得日元价值进一步被高估——这就要求日本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1995 年夏天进行大规模的货币清理，以避免一场通缩危机。我们目前还没有看到正在日本发生的一切将对汇率产生出潜在的重大影响。但是，随着日本货币流动性的集结、渗出、乃至流出国外，这种影响应在两到三年内逐步显现。

1980 年，弗莱特接受挑战，将他的未来作为赌注压在债券和货币市场上。而此前的情况都表明，通货膨胀正在冲击这些固定收入投资市场。其中的原因很有意思。

“我当时有这样一种观点，认为由于 1979 年油价上涨，同时由于这一次各国央行决定改变 1973 年的做法、不使用货币手段对付通货膨胀的影响，世界在 20 世纪 80 年代将不会经历另一次混合通货膨胀的爆炸。尽管二战后的通货膨胀于 20 世纪 70 年代晚期发展到极致，但新的格局已经开始显现。现在回过头来看，结果的确如此。在这种情况下，债券会降价，同时由于币值将根据通货膨胀率降低而做出相应调整，这样我们就可以预期到一个长期的优秀投资业绩。此外，加之当时没有多少人关注这一点，而吉尼斯·弗莱特公司率先推广货币管理基金的概念——这样，我们在 20 世纪 80 年代中期推广债券基金就是自然而然的事了。20 世纪 80 年代后期，甚至在英国和美国还出现了经济过热，而我们当时担心的就是这一反通胀现象是否还只是海市蜃楼。正如历史所展示的，通货膨胀自 1979 年达到顶峰后，走势越来越低。”

如果询问弗莱特有关资产配置的问题，他一定会承认，在多数情况下，从长期来看，股票投资具有优势。而且比起成熟市场来，这种趋势在新兴市场中越来越明显。

“最近 10 年为债券和债券基金取得优异业绩提供了独一无二的好环境。如果你我都假定成熟市场将在很长一段时间内保持低通胀状态，那么债券的价值风险就不会很大。你持有它主要是当它是一种收入，而且回报高于现金，同时也是分散股票风险的一种手段。但总的来说，在长期内，你不断投资于股票才能获得更好的总收益。而且，如果你纳税的话，就会知道，在许多国家，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票相对于债券享有税收优惠。如果你是一名理性而谨慎的投资者，而且需要收入，你就可以根据预期的利率变动，相应地调整现金、债券和股票的投资组合。"

未来会如何？弗莱特如今感觉到，和投资者所习惯的20世纪70年代及80年代早期的情况相比，20世纪90年代中期仍在主导固定资产投资领域、而且有可能在未来几年内继续保持下去的外部环境，已发生显著变化。

如果你我都假定成熟市场将在很长一段时间内保持低通胀状态，那么债券的价值风险就不会很大。

"如果假定未来30年内通货膨胀保持相对稳定，那么成熟市场股票投资总回报将高于债券投资总回报——但超出程度已不及20世纪50年代至80年代中期的情况。股票价格的易变性从本质上说高于债券，但红利收益的连续性却要低于后者。我并不指望股票和债券的收益差距将消失或颠倒，但它一定会缩小。我们已经回到了我们祖父辈年轻时的那种环境。但特别要指出的是，如今老年人持有金融资产的动机在很大程度上已不再是出于避免通货膨胀风险的需要，而且这一点现在已不太可能成为主要风险，而主要是因为它能确保一份很不错的收入。"

"在未来两到三年内，债券收益很可能进一步下跌。债券的回报应该不只是它的连续性收益，因为一些经济体的实际利率仍然过高，而且伴之以高失业率，在欧洲尤其如此。我预计通货膨胀率和短期利率同时都将降至低于一般预期的水平。整体经济目前尚未进入稳定的均衡状态。估算实际通货膨胀率的确很难。要不要将固定资产和消费品计算在内？如果仅仅测算消费品指数，还不可能得出通货膨胀率为零的结论，而是通常徘徊于2%和3%之间。如果将房地产和其他实际资产都算上，通货膨胀实际上已经停止。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“对于投资者而言，20 世纪 90 年代发生的重大变化包括：

①世界如 19 世纪末一样出现全球化趋势，但规模空前。

②汇率管制消失了。

③几个重要的发展中国家一度封闭的经济已经开放。世界四分之三的国家正从指令性经济转向需求型经济。它们的市场正进入全球范畴。正是在这些国家，你可能获得每年 20%～30% 的利润增长，而且接下来，它们股票的表现将大大超过成熟经济体的股票，尽管变数也更大。

④投资管理，特别是零售管理，已经一跃成为金融中介行业的主要领域。在美国，资本为 3 万亿美元的共同基金在总值上已经和银行存款总数相等。美国投资者已经习惯于将活期存款账户与他们持有的共同基金投资联系在一起。银行分支机构已变得过剩。银行要求借贷资金平均成本之间至少存在 3% 的差异才能保本，但更为集中和高效的共同基金产业的经营费用平均每年只有 1%～1.5%。将来，银行可能将变为一种相对次要的金融中介批发生意。

⑤全球性反通货膨胀趋势已经形成，这是可以预期到的。如果回顾一下 19 世纪下半叶，通过比较，你就可以发觉现在正在发生着的许多事情，在过去曾经发生过。(参见《金融时报全球投资指南》第 599 页，由美林公司的理查德·M. 扬和彼得·苏利文所写的《新兴世界对全球资产价格的影响》)100 年前，资金的筹集和投资是全球性的。当时最大的新兴经济体是美国和俄罗斯，和今天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的中国和印度相似；如今拉美的一部分也算是新兴经济体。当年英国的寡妇和孤儿基金在新兴市场中有众多的投资项目。金边票据是当时主要的投资工具，但人们为了获得更高收益还是购买国际风险债券。"

"一个开放的全球性金融市场鼓励在成本低、收益高的地方进行投资，加之出现世界性的竞争，对工业制成品的成本和价格产生下降压力。这又反过来作用于发达国家的国内经济，使失业率上升，工资下降，甚至连服务业也是如此。因此，美国和英国工会的影响力在近年内大幅下降。"

"19世纪下半叶，国际贸易的主要商品是食品，而当时食品的实际价格剧降。在英国，食品生产和土地成本很高。而在北美，却有低廉的劳力，土地实际上是免费的；使北美市场得以兴旺的主要原因是英国废除保护主义性质的《谷物法》和蒸汽机船的出现。与此同时，英国的针织品生产商也开始向劳力低廉的印度转移。虽然将生产转移到成本最低之处的过程可以追溯到更早的时候，但它直到19世纪下半叶才成为主要的经济推动力。它导致价格紧缩和金融市场动荡，但大体上投资总回报还是非常好的。"

"在那个时候，在很大程度上，只有盎格鲁·萨克逊国家才是自由贸易者，而欧洲大陆是贸易保护主义者。所以历史的确会重演！在此过程中，在1870至1871年普法战争后，人们在10年时间内为创建欧洲共同货币而努力，但是(有人认为目前的情况还是如此)，欧洲经济体之间本质上的区别和市场的力量使这一计划付之东流。"

"投资者和消费者都是那一时期的胜利者。因为当时投资利润高涨，如果坚持做股票，并避开由利率多变导致的大起大落，就可以取得成功。在债券市场上，如果你的投资跨度足够广，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么当其中一些情况不妙时也不会太要紧，因为高风险意味着额外收益更高。当时最大的风险就是战争；正是第一次世界大战毁掉了全球市场上一次黄金时代，催生了俄国十月革命以及 20 世纪 20 年代欧洲和美国的货币政策失误。"

回到 1996 年，弗莱特感到，精明的投资者可以通过观察一百年前前辈们的经验获益。

"关键问题是，新兴市场将在你的投资组合中占多少百分比？你需要从投资角度去考虑这个问题，而不是从贸易的角度去考虑。接下来的问题就是：投资组合应是混合型的吗，是否要将亚洲纳入其中？我认为，新兴市场在一个股票投资组合中占 25% 不算多，而且我们会将亚洲纳入其中。亚洲国家在政治上更稳定；它们的经济规模比南美和东欧都要大；增长潜力也更大；资本更多，债务更少。而且亚洲人通常都是精明的生意人。"

> 我认为，新兴市场在股票投资组合中占 25% 不算多，而且我们会将亚洲纳入其中。

"你现在完全可以为新兴市场的比重超过 25% 找到理由，但在 5 年前，没人会想到这句话。并且你还要记住，如今成熟市场中的主要上市股票对新兴市场的风险暴露日益增大。比如你购入联合利华的股票，就利润而言，你的投资当中有 40% 是在新兴市场。还要考虑易变性和流动性，因为如果你要在新兴市场暴跌阶段精确地选准时机进行投资，这些仍然是个问题。尽管如此，我预计新兴市场所占的投资百分比将自然而然地进一步上升。"

弗莱特更为细致精确地描述了他认为股票投资者在未来 10 年内要加强关注的地方。

"我对印度信心十足。1996 年初，就市盈率而言，它是亚洲最便宜的市场，为 1996 年预期收益的 10 倍。它同时拥有亚洲最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

快的企业利润增长率，达到22.5%左右。虽然印度在经济增长方面还远远落后于东南亚和中国，但我坚信，再过10年，印度的市场资本总额增长率和外国投资额将高于亚洲任何其他市场。"

"中国的问题在于，它尚未建立健全支持资本化进程的经济法规和专业机构。尽管这些也会逐步发展起来，但过程很慢，而且中国还没有人能理解盎格鲁·萨克逊式的金融结构、法律和技巧，或者这方面的经验。此外，中国国有上市企业不断违反它们在招股章程中的承诺，比如它们不会借钱给其他国有企业。"

"在香港，如今企业收益和房地产价格没有多少关系。收益越来越成为实际商业收益，而且大部分产生于为中国大陆充当中介。东南亚的小企业非常便宜。在新加坡和马来西亚，市场更为成熟，投资状况依然良好，因为它们的股票通常在本地区被视为蓝筹股。进一步看，台湾、韩国和越南都将向外国投资开放。印度和中国仍然是国际投资组合中风险暴露相对较小的两大经济体。"

在关注亚洲股票的同时，吉尼斯·弗莱特公司也很重视亚洲货币和债券。在弗莱特看来，在成熟经济体中已用得非常好的货币重叠式证券管理投资法，对亚洲经济体尚未适合加以运用。他相信对亚洲货币应当采取一种不同的投资方式。

"在管理亚洲证券投资组合时，货币重叠不应真正被视为指导方针。港币汇率与美元挂钩，而其他绝大多数亚洲货币其实是正式或非正式的货币篮子。对于那些取得成功的新兴国家而言，进行货币投资的时机在于当它们的货币将要出现购买力平价意义上的戏剧性低估时；当它们朝成熟经济发展时，这些货币就获得了购买力平价的加价。在这方面，日元一马当先；新加坡元已经走过这个过程的一大半。这是一个非常漫长的过程，但当这些经济体发展起来时，可以确信，它们的货币将同时在实际和名义上出现升值。相对于成熟经济，它们的通货膨胀率较低，也将出现相对的低利率，但同时将遇到名义上和实际上的货币升值。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在探索投资哲学的过程中，为了利用上述趋势，吉尼斯·弗莱特公司率先创立了一只重点面向亚洲市场的非股票货币和债券基金——成立于 1994 年初的吉尼斯·弗莱特亚洲货币和债券基金。在过去两年中，这只基金的回报率以美元计算超过 17%，高于同期美元再投资利率(10.7%)，并且比全球债券指数高出约 5 个百分点。

“成功新兴经济体的货币应当升值。当它们在全球商品市场上奋斗和竞争时，廉价的货币会很有帮助。而当它们发展起来后，地位随之改变，这是市场力量和自身需要的结果。它们的中产阶级希望更便宜地购买外国产品；它们的政府则不希望用低廉的货币购买进口基建项目设备。”

成功新兴经济体的货币应当升值。

“从长期股票投资的角度来看，我的结论就是，在发展中国家不做对冲交易通常是很明智的。无论如何，那些地方常常没有发展充分的期货市场。在印度，卢比就平价购买力而言极其便宜，目前的折价大约在 80% 左右，反映出印度传统上作为初级产品和低附加值产品出口国的地位。和其他亚洲经济体一样，随着印度的发展，卢比有可能在实际意义上升值，但也许会在名义上进一步贬值。”

“我的看法是，一般说来，新兴债券市场不如新兴股票市场有吸引力，但在亚洲，前者风险更低，也更有吸引力。亚洲的国家和企业通常都借款不足；亚洲债券的收益大大高于不二价美元债券，因此亚洲的货币投资状况十分有利。但不幸的是，全球新兴市场的主要债券发行者是拉丁美洲。由于要支付防范高风险的保险费，拉美债券的红利不及 100 年前那么丰厚，而且拖欠支付的风险相当高。尽管这种拖欠并不意味着你要失去所有的投资，但在 B 级以下的拉美债券中，这一风险几率大约是 40%。这也并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不就是说，拉美没有具有吸引力的投资机遇。在那里，绝大多数政府、私人公用设施企业以及跨国公司的分公司一般都能提供合理的信贷风险和比成熟经济体债券更高的红利。”

作为一名全球资产配置者，吉尼斯·弗莱特公司从宏观层面上综合各种观点——经济的、政治的和社会的——以便得出关于不同资产类型的相对吸引力和它们各自国内市场情况的结论。弗莱特将这种综合分析法与自己的货币投资法融会贯通，以同时达到避险和增值的目的。他结合所有上述分析手段，经过深思熟虑，提出了面向未来 10 年的一套投资建议。

“我相信全球资产组合的风险将相对降低，税务因素不再重要，债券在投资组合中的比例大概以 30% ~50% 左右为宜。而在目前回报率较高的债券基金中，这个比例是三分之二，而且集中在利率风险加价超过合理标准、货币已经相对贬值的经济体和政府借款人身上。这些经济体包括英国、加拿大、意大利、西班牙、澳大利亚和斯堪的纳维亚国家。”

“对于年龄在 60 岁或以上的人，当他们需要收入时，会将投资组合中债券的比例设置得高一些。股票和债券的投资比例也将取决于投资者的居住地点和相应的税收差异。如果你是蒙特卡罗的一位居民，你通常会在债券上投得多一些，因为在那里利息收入和资本收益都不需要纳税。在免税或低税地区以外的地方，股票的比例会高一些，因为那里存在着针对固定收入的歧视性税收。”

> *我相信全球资产组合的风险将相对降低，税收因素不再重要，债券在组合中的比例大概以 30% ~50% 左右为宜。*

“如果将投资组合中的股票投资比例设置在 50% 和 70% 之间，我认为其中四分之一应该直接或间接地投资于新兴市场，相当于整个投资组合的 12.5% 或 17.5%。我个人会将比例调得更高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（大约在 20%），但对于一个更小心谨慎的投资者而言，我建议 15% 比较合适。”

就整体股市而言，弗莱特认为，欧洲大陆的股市将会被经济和利润的低增长所限制，但它可能会在将来某个时候因利率降低而得益。欧洲债券目前的实际利率是 3%～6%，并有可能产生出与欧洲股票收益率持平或更高的回报，这种情况将一直持续到 20 世纪末，而且其间没有多少市场风险。

“德国有许多以冶金为基础的企业，它们将不得不收缩。在法国，得到政府补贴的产业过多，被补贴的时间也过长。德国在资本密集型产品和机械工具的制造方面占有优越地位，因为它是这一方面惟一的优质产品提供者。但随着时间的推移，东欧和亚洲将在这些领域迎头赶上。”

“欧洲大陆并没有积极应对所面临的经济挑战。它不断地因为过多的税收和过分慷慨的福利支出而将人们赶出工作岗位。例如，西欧声名显赫的布朗－博维里公司在 20 世纪 90 年代初裁员 4.3 万人，但同时却在东欧和亚洲创造了更多的工作机会。在过去 15 年中，美国新增工作机会 3000 万个，而欧洲却失去了 2000 万份工作。在法国，不断增加的就业福利税收成本已达到工资的 41%。欧洲核心国家如今被币值高估所累，断送了复苏的机会。在新技术领域，除英国外，欧洲远远落后于美国和日本。但在某些方面，德国在过去两年多时间内也干得很出色。从长期看，我将会把成熟市场的股票投资比例移向北美。”

从对世界大事的看法中，弗莱特还归纳出一条关于未来投资的指导思想。它在全球资产配置方面为个人投资者提供了宝贵的经验，而且对于那些在养老金投资领域作长期计划的人而言尤其重要。

“粗略地说，新兴市场上正在发生的一切将反馈到成熟市场，造成通货膨胀率下降。而由此产生的对劳动力市场的影响，甚至将导致通货紧缩。这将形成对成熟经济体债券和新兴市场股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票有利的投资环境。从这个10年开始时，你就要领先一步，最为平衡地采用各种投资手法，重仓持有新兴市场股票，并在成熟市场设定相对于股票更高的债券投资比例。"

> 新兴市场上正在发生的一切反馈回来将导致通货膨胀率下降，这有利于成熟经济体债券和新兴市场股票。

任何一个想测试一下弗莱特预测能力的人可以回顾一下他过去对一些货币未来表现的评价。在他1988年所写的《你所需要知道的关于汇率的一切》一书中，对于英镑的预期相当悲观：

> 如果英国的工业将长期持续复苏，那么英镑的进一步贬值、尤其是相对于欧洲其他货币的贬值，将不可避免。从总体上说，英镑是过去30年中世界主要货币中最弱的一只，而且有可能继续对日元等货币保持相对弱势。

他同时预测日元将在当时的水准上升值50%强，升到100日元兑1美元。而这一预测后来也得到验证。

不久以前，弗莱特还预测到日元的力量将发生转折。1995年4月，他在公司内部刊物中写道：

> 市场正迫使日本做出更为剧烈的改变。这似乎将顺理成章地导致日元泡沫的实质性破裂。但当这种现象发生时，由于出口毛利的巨大复苏推动股市增长，日本(接下来是整个世界)目前面临的各种金融风险将会得到缓解。

1995年春天，弗莱特再次提出：

> 日本有关部门应该采取步骤使日元贬值，以防止一场严重的通缩危机。它必须做出一定牺牲。1927年至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1932年间日本发生过昭和经济危机，44家日本银行破产，全国银行存款的十分之一无法恢复，仅1931年一年，消费者价格下降25%，制造业就业率下跌20%。这为了解当前面临经济风险的危害程度，提供了一个著名的历史案例。

后来，弗莱特指出：

到1995年夏天，日本有关部门看来已经认识到这一危险，并在过去两个月中，一直在寻找合适的政策选择，加强货币干预力度，迫使日元贬值；与此同时，他们还将实际利率下调到零，以帮助银行并鼓励私营部门恢复对外业务。假设这些政策能够得以坚持，它们将能够消除一次重大通缩危机的风险。(《吉尼斯·弗莱特公司10月市场和基金研究》)

结论是：

这样就使日元债券非常没有吸引力，因为这一货币(日元)不得不贬值，并由此使通货紧缩消失。在另一方面，这对日本股票具有积极意义。

弗莱特非常擅长对许多将产生重大影响的趋势做出评论，尤其是对英国投资者在未来十年里将要遇到的情况。关于这个问题，再没有比吉尼斯·弗莱特公司的新书《企业债券个人公平投资计划(PEP)如何改变英国单位信托投资产业》的序言更清楚的解释了。以下是从中节选的摘要：

将英国单位信托投资产业和世界主要的一些共同基金产业相比较，其明显的区别在于，在英国，股票占投资的比例很高。债券基金的比例在德国、美国和法国要高得多。自20世纪80年代以来，美国共同基金对家庭的渗透程度显著提高：美国27%以上的家庭都参与共同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金投资。(这一比例在1980年只有7%)

德国和法国——低通胀促进债券投资

在德国，债券基金垄断了共同基金产业，占总资产净值的55%强。在像德国这样的低通胀环境中，债券可以提供高回报。因而在德国由股票和货币组成的风险回报投资组合中，债券是除现金存款以外的自然第一选择。

在法国，债券基金占总资产净值的28%。投资者每年可从可变资本投资公司(SICAV)获得8000法郎的免税优惠——一种类似于英国企业债券公平投资计划(PEP)的激励手段。

英国——新的投资机遇

在英国，债券基金在单位信托总资产中仍只占一小部分。为什么英国的情况如此与众不同呢？税收和通货膨胀是影响投资方式的两大因素。造成这种现象的一个关键因素就是英国的通货膨胀纪录。当通货膨胀上升时，债券实际总回报将遭受打击。因此，股票和储蓄就成为对付通货膨胀的更好的避险方式。有人认为，英国目前处于通货膨胀加剧下降的一个长期阶段，投资者对来自现金储蓄的回报越来越不满意。

直到现在，除非一只单位信托的固定利息投资仓位不足50%，它在英国尚未被纳入个人持股计划。在1994年的预算案中，英国财政大臣引入了免税债券投资的概念。其背后的推理有两层意思：通过鼓励开发新的和更广泛的资金来源，使企业借款者获利；扩大公平企业计划投资者在其投资组合中所使用工具的种类。

英国单位信托投资产业的前景是什么？鼓励形成更为平衡的资产基金的条件已经具备了。企业债券公平计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

划势头不错，将获得重要的市场份额。在英国，房屋互助协会基本上主要吸收零存，而且迄今为止已经支付了很慷慨的零存利息。但我相信，它们将黯然失色，而且它们也承受不了提供与债券相同回报的成本。尽管我还没有看到这些协会倒闭，但英国人对于建立这种协会的癖好将会弱化。

弗莱特认为，特定类型的单位信托和基金的相对风险可以根据标普米高柏公司的市场易变性数据进行评估。对于英国单位信托基金而言，金边证券和固定利息领域三年内的易变性是 2.19。与其相比，货币市场基金领域的易变性为 0.15，英国股票收入领域为 4.41。（来源：标普米高柏公司关于 2 年内再投资买卖方净收入的数据。）

弗莱特指出，对英国投资市场而言，还有一种资产配置方法，它将随着英国人口老龄化过程发挥作用。

“英国有大批养老金基金投资正接近到期，它们投资定位不当，其中 85% 投资于股票，但这一情况将会改变。这种变化很慢，但终将发生，而且是纯粹意义上的改变。这些养老金基金投资债券的比例将在未来十年内不断增长。这意味着英国债券市场的资金供给将会增加，对债券具有积极意义。目前这些投资组合中非英镑债券比例很小，但它将进一步提高。”

“尽管我不会过分强调证券供需关系，但它的确非常重要，是决定收益或价格的因素。比这更重要的是实际利率随全球经济活动起落而产生的宏观效果。如同我们在 1994 年见到的一样，当经济活动猛增时，实际利率也迅速上升，尽管往往很短暂。”

债券和货币市场中的交易者谋生或说谎都离不开图表，而基本上属于债券和货币投资者而不是交易者的弗莱特很少有时间采用图表分析手法。

“图表对于了解市场表现可能是有用的，但只是在有限的时段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内起作用。它们仅是过去情况的一种图形展现而已。图表的知性弱点在于，当用于预测时，它们假定相同的情况还会继续，但实际情况往往会随着时间改变。”

“何况，一个人不能一心二用。如果你在本质上是一名价值投资者，那就只能对图表产生短暂的兴趣，仅把它视为一种观察最近情况的快捷方式。”

那么，是什么使弗莱特得以预测到别人一般都会错过的市场动向呢？

“首先，我是一名经济史爱好者。我同时也是一名历史比较学爱好者。尽管历史不会精确地重复发生，但我相信自己能从观察类似历史事例当中学到很多东西。我发现，观察各经济体中所发生的一切，尤其是实际价格，是非常有意思的。我总在寻找关于价值的参考要点，并相信除非具备一定判断力和关于历史价格的知识，否则将无法评估资产价格。因此，历史是一个很重要的因素。”

> 我相信自己能从观察类似历史事例当中学到很多东西。

“其次，我根据正在发生的政治经济事件的概率思考未来。我参政 30 年的经历也很有帮助。我相信自己对政治有很好的直觉理解，而汇率正是金融和政治交汇之处。由于这两件事是我最大的兴趣所在，因此我跟踪货币动向——因为它是在最实际的意义上代表一个国家的‘普通股’——不足为怪。”

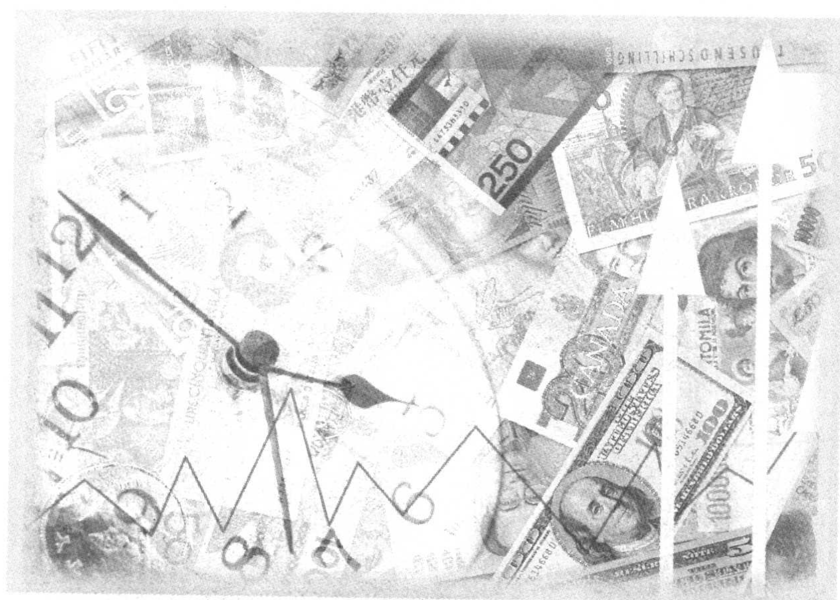
弗莱特把经济史、相对价值和政治影响调成一杯醇厚的“投资鸡尾酒”，由此产生出来的抽象拼图也许对绝大多数投资者而言过于高深莫测，无法仿效，但吉尼斯·弗莱特系列基金的股东们历来获得的长期回

> 汇率正是金融和政治交汇之处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报已经很清楚地说明了问题。而且，弗莱特的事迹表明，不当政客也可以利用政治技巧赚钱。与此同时，吉尼斯·弗莱特公司的优秀业绩表明，如果由一个像他这样的能人掌管，一个管理完善的债券货币投资组合在收益方面完全可以超过股票，而且债券和货币也应当成为每个投资组合中的一部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 在英国最古老的公共投资信托机构中担任经理
* 任何一名投资者在 1970 年将 1000 英镑交给哈特，到 1995 年底都将拥有 3.3 万英镑的资产
* 促进伦敦投资信托行业向普通投资者开放并使之受到投资者欢迎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

迈克尔·哈特：在全世界逐步前进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海外和殖民地投资信托(FCIT)是英国第一只公共投资信托，它在成立127年后仍在基金行业中名列前茅，这的确难能可贵。这只信托的卓越之处不仅在于其独特的历史和优秀的纪录，而且还在于它培育出了一代又一代具有奉献精神的经理人，他们在各自时代的市场中能够应对复杂和多变的情况。他们的接班人迈克尔·哈特，在过去26年中续写了FCIT的传奇。

哈特从未自视为20世纪最后25年全球最伟大的理财大师之一。但以任何一种标准衡量，他都绝对当之无愧。哈特将自己看作是财富的守卫者：一种将安全放在第一位的人。

“安全”这个字眼听起来不能令人激动，而且具有欺骗性，但千万不要因此误以为哈特只能小心保本。在他的指导下，海外和殖民地投资信托成为过去25年中任何人所能做出的最令人兴奋的投资选择之一。如果在1970年——哈特执掌该信托的第一年，交给他1000英镑，那么到1995年末，重复累计投资收入将达到3.3万英镑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将这一业绩与所能从其他地方得到的投资回报相比，比如同期的金融时报股指，哈特的成就足以使人脉搏加速跳动、银行存款猛增！那些完全避开股票并最终加入住房互相协会(即采纳所谓的‘安全选择’)的人，如果当年也投入1000英镑，最后的收入也只有7300英镑而已。图6-1说明了这一情况。

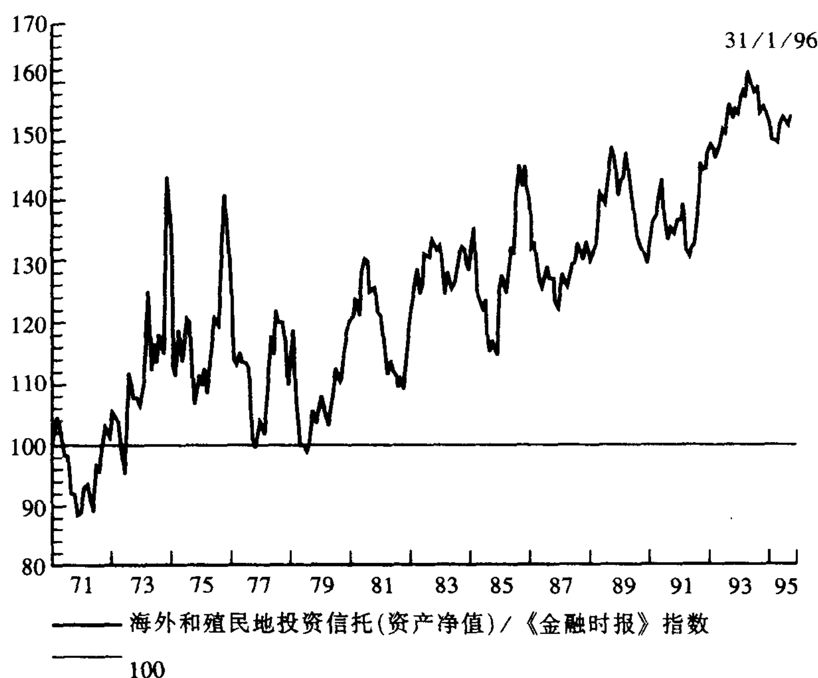


图6-1　海外和殖民地投资信托股票与《金融时报》全股指数的对比(1970~1995)

数据来源：数据流公司

将其杰出的成就放到大环境中去比较，可以很公平地说，英国同一行业中没有人能在同一时期保持和哈特一样的持续获利水平。这种持续性反映了他投资生涯的特点，而且同时表明，经理人无需不断跳槽也能取得进步。多年来，哈特为海外和殖民地投资信托及其客户竭诚奉献，而对他报以忠心的客户们则获得了一棵始终不断长大的摇钱树，以及20多年连续增长的红利。这只信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

托不仅在资产净值上战胜了所有的基准指数，而且使实际红利不断增长。

哈特的成就意义深远。在英国，许多小投资者在需要获得投资增长的同时也需要收入。拿 50 万英镑搞投资的人也许不会在乎今年的红利，但在海外和殖民地投资信托投入 2 万英镑的一名养老金领取者需要每一个便士的收入。因为，海外和殖民地投资信托的目标就是“确保股东们每股净资产长期增长和红利的有规律增长，并战胜通货膨胀率。”这一目标的成效十分显著，也已得到公认。哈特圆满完成了最初制定的每一项任务，保持了 25 年不间断的连续红利增长。你可以在图 6－2 中看到这只信托红利增长的情况。

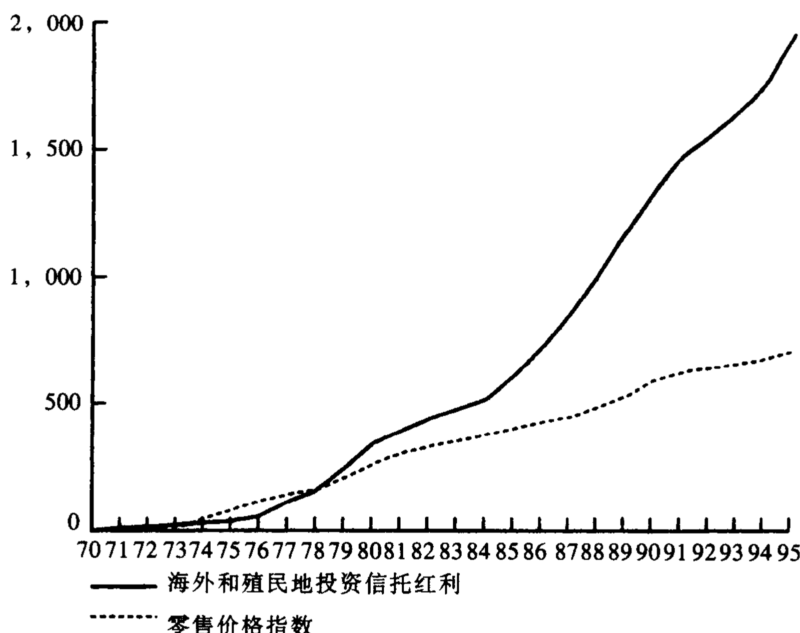


图 6－2　海外和殖民地投资信托红利与零售价格指数的对比（1970～1995）

投资行业在过去十年中变得越来越有吸引力。对于投资者而言，除了 1987 年，1981 年以来的日子都不难过，而且全球股市风险也得到了相当不错的补偿。哈特有别于其竞争对手的地方在于，他在晋身加入顶级经理人行列的过程中，成功地避开了其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理人在追求高额回报时所承受的风险。图 6－3 展示了哈特

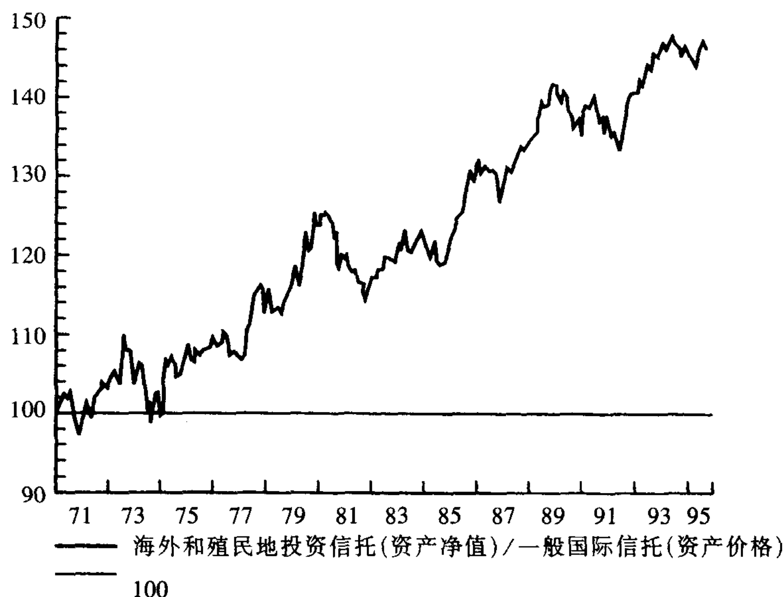


图 6－3 海外和殖民地投资信托与一般国际信托的资产净值对比(1970～1996)

数据来源：数据流公司

和其他人经理人的有趣比较。

以他的同行来衡量，哈特的业绩其实比表面上看起来还要出色，还要令人信服。因为，一些同类的投资机构在过去数年中不是消失、倒闭，就是破产或被兼并，剩下来的管理较好的可比机构已为数不多。哈特在这个水平更高的群体中继续保持领先。

在能够与迈克尔·哈特相提并论的全球投资大师中，还有另一个迈克尔——美国共同基金的迈克尔·普莱斯。哈特和普莱斯都擅长风险管理，强调重视取得高额回报，同时避免对降价资产投资过多。两人对于实际价值的定义都有独到的见解，并且都具有在股市上发现难以捉摸的价值的本能。不同的是，普莱斯主要在美国市场撒网，哈特却在全球范围内钓鱼。

除了迈克尔·哈特之外，要另外选出一名“伦敦最佳基金经理”，将是很困难的一件事。但是，在哈特的背景、教育及个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倾向当中，却没有任何足以激发其投资天赋的东西。哈特是警察的儿子，上的是公立学校。而在他早期从事的工作中，也没有任何一点迹象能够预示他将成长为一名无论何时都不会黯然失色的投资家。哈特15岁就离开了学校，比英国前首相约翰·梅杰退学时的年龄还早。而他仅是在服兵役时，才想到将来要选择何种职业。当他这样做的时候，选择的却不是投资。

“我与投资结缘，实属偶然——也是运气所至吧。在皇家空军服役时，我参加了一项培训公司秘书的函授课程。这当时就是我的职业目标。我后来迅速换了两份没有结果的工作，没能实现最初的理想。其中一份工作是在伦敦一家海外贸易公司做职员，另一份是在一家三级商业银行管理账本。1953年，我拿着海外和殖民地投资信托总务处的一则招聘广告去应聘。结果我得到了这个工作，因为我学过如何当秘书而且具备在这方面发展的潜力。”

哈特在1956年通过了聘用考试。公司秘书的职责要求他学会照顾公司各方面的业务。这对该信托数千名股东而言，是一件幸运的事情。

“那时候我们公司的规模很小，所以公司秘书处的人不得不从事一些投资分析工作。然后我就参与了公司的经营活动。”

哈特本来很有可能终生从事某种辅助性工作。但1969年的一次意外转机把他推到了前台，并为他最终成为投资明星提供了一个舞台。

“海外和殖民地投资信托当时的经理是汤姆·格里芬和理查德·桑顿，他们是日后GT管理公司的创始人。他们希望发展海外和殖民地投资信托，但遭到公司内部保守人士的反对。双方在分红政策问题上发生争执。结果，格里芬和桑顿向董事长递交了一份最后通牒。但回答是‘行——你们走吧！’意外的是，董事长跑过来对我说，‘你想当经理吗，你有24小时作决定。’我说：‘不用那么长时间——我愿意。’在埃里克·埃尔斯托布、邓肯·菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

茨威廉和安东尼·巴林等三位年轻投资经理的帮助下，我开始上任。”

当时，哈特似乎并非海外和殖民地投资信托经理一职的最佳人选，但这一选择后来被证明非常有远见。哈特恰好具备了20世纪70年代早、中期海外和殖民地投资信托和整个投资业经受最大考验时要求经理人所具有的品质。哈特总是很保守，甚至有些吝啬。这与他日后形成谨慎避险的投资风格有很大关系，也是他作为海外和殖民地投资信托掌舵人所必需的东西。

“我从小就具有很强的储蓄意识。在战争期间，我把邮票收藏在一本书里。加入皇家空军后，我参加了军队的自愿储蓄计划：每星期存下28先令(1.4英镑)。虽然微乎其微，但在两年的服役期中，我就攒下了100英镑！”

“我在海外和殖民地投资信托进行的第一桩投资，是关于加拿大和英国的商店。我当时使用定性分析判断形势。但在我仅持有这项投资一两天后，就传来了坏消息。它被证明是一场灾难。我一直是一名相当保守的投资者，这样的经历使我变得加倍小心。”

迈克尔·哈特和海外和殖民地投资信托在过去25年中几乎成为同义词。随便研究一下这只信托的历史，结果都会发人深思。这不仅是因为它非常独特，而且因为它对迈克尔·哈特产生了很大的影响。迈克尔·哈特多次表示：“我深受海外和殖民地投资信托历史的影响。”的确，1868年海外和殖民地投资信托成立时的投资理念，经过历代经理人之手，不断发扬光大。哈特对这份遗产尤为尊重。他把海外和殖民地投资信托的企业文化归纳为“在投资组合多样化的世界中保持创业精神并勇于尝试新事物”。看来，哈特的确掌握了这只信托和自

> 在投资组合多样化的世界中保持创业精神并勇于尝试新事物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身职责的精髓所在。

体现这只信托企业精神的原始语句刊登于 1868 年 3 月 19 日的《每日电讯报》。现在读来，仍然很有教育意义。

> 这只信托的目标就是：通过对各种股票进行分散投资、并保留额外股息的一部分作为下降基金用于偿还原始本金，从而使资金有限的投资者在消除海外和殖民地政府股票的风险方面拥有和大资本所有者相同的优势。

虽然后来大批公司仿效这种做法，但海外和殖民地投资信托从第一天起就独树一帜。由于在寻求高额回报的同时坚持实行风险分散管理，海外和殖民地投资信托在其他一些专业基金陆续失败的情况下照样发展壮大。

海外和殖民地投资信托成立 45 年后，时任经理尤利塔斯·塞西尔爵士将身经百战而屡试不爽的投资手法总结成这样一段话："尽管董事会总是准备好并愿意在需要改变的时候考虑做出改变，但我们的策略自始至终都是保守的。正如我所说，我们一直非常保守……意大利人有句老话说得好：'走得慢的人走得稳'。这一直是我们的座右铭。"

时间向前推移了 80 多年。到 1996 年，在保留这段话精髓的同时加以更新，就是迈克尔·哈特的投资哲学。

1969 年，迈克尔·哈特接过这只信托的指挥棒。他所继承的投资组合虽然很稳固，但却不能与海外和殖民地投资信托的宗旨相吻合。

"我的前任是两位具有高度职业水准的经理。我所面临的问题是收入方面的。我们不得不派发红利，所以直接目标就是实现收入账户的平衡。我和同事们推行的第一项新政策就是设立系统评估程序。在业绩被公布后，我们加以总结和评估。最终，这只信托的面貌的确开始发生变化。"

上任之初，哈特便开始展现自己的投资风格，并开始在海外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和殖民地投资信托当中刻下个人的印记。在他的领导下，这只信托持有的核心头寸在1969~1970年间出现了惊人的变化。最大的20只头寸中有不少于10只被替换。出局者包括施乐公司的股票，它是一度风头十足的所谓“50只最热门成长股”之一，但后来从未恢复到20世纪70年代的业绩水平。新加入的则是一些更安全并且回报前景更好的股票，如苏格兰人、纽卡斯尔和路博润。

哈特所继承的投资组合集中于工程(19%)、石油和矿产(22.5%)以及食品商店(9.1%)等产业。于是，哈特着手减持矿产类股票，同时为石油类股票设置合理的仓位。金融服务类股票成为信托中第二大类持有资产，在1984年仓位达16.9%。20世纪80年代的另一大投资主题是消费品制造业。1984年，哈特将这类股票的仓位增加到14.1%。到1994年，格局又被打破，它反映了哈特对于各行业吸引力强弱变化的判断。当消费品企业的全盛时期将要过去时，海外和殖民地投资信托已将其仓位减少到11.6%。同时，金融服务业仓位上升为22.3%，而公用事业企业一跃成为一个独立的品种，仓位为10.1%。

在一个分散而平衡的投资组合中，关键在于各种板块的组合。在这里，哈特将资产配置因素和自下而上的选股方法结合起来，在各种行业板块中做出自己的选择。金融服务是他喜爱的一个板块。这个板块在海外和殖民地投资信托中的表现一直不错，并继续成为重点投资领域。相比之下，他对于1995年日益明显的高科技热潮多少有些疑虑。

贯穿于海外和殖民地投资信托的历史、并在哈特身上得到沿袭的另一特征就是投资地理分布的多样性。海外和殖民地投资信托经受住了诱惑，不愿为了要成为个人持股计划(PEP)认可的投资工具而接受一些限制措施。他们指出，这一做法会影响这只信托“在全球范围内为股东寻找最佳价值”的信条之完整性。投资地理分布一直是该信托和像哈特这样的经理人的一大强项。尽管这只信托的投资重点在岁月流逝中不断发生变化，但全球投资分散

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化的理念始终得以保持。英国一直是它的头号核心投资国，但在哈特任内，其重要性已由近60%降到目前的接近于40%。其他的重要变化包括：从20世纪80年代早期开始注重日本，并很快延伸到远东的其他国家；纳入欧洲大陆的股票，并在20世纪80年代晚期使之成为投资组合中更为重要的一个部分。表6－1显示了海外和殖民地投资信托投资组合在1970到1994年间的地理分布。

表6－1　海外和殖民地投资组合的地理分布

年度	英国	美国	非洲	澳大利亚	加拿大	日本	欧洲	其他	拉美	远东
1970	57	31	3	3	2	3	－	1	－	－
1074	35	32	5	3	4	16	5	－	－	－
1979	58	21	－	－	－	15	5	1	－	－
1984	39	35	－	－	1	18	－	4	－	3
1989	41	26	－	－	－	15	14	－	－	4
1994	44	20	－	－	－	13	14	1	2	6

这种分散化不是为了展示，它是哈特走遍世界寻找投资机遇的结果。“只要有股市的地方我都去过——几乎如此。”最近，他还到中国“试了试水深”。当涉及外国市场时，远程分析代替不了实地观察。向海外扩展投资的兴趣并不意味着每个新兴市场都适合海外和殖民地投资信托的股东。哈特回忆起1989年的台湾之行：

“当时正是台湾的繁荣时期。我当时是和埃里克·埃尔斯托布一起去的，我们被带着参观一家股票经纪公司的办公室。它的确不错，真的。那里绝对是挤满了炒股的人。台湾经济的组织化程度极高：每个人都有信用卡，他们可以将信用卡放入机器，选择股票。我们被领进贵宾室，那里烟雾缭绕，有钱人整天呆在经纪公司里炒股。我在离开台湾时产生了这样的想法：‘这个市场很快就要大跌’。所以我们后来再次返回，并在那个市场抛售了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量股票。”

台湾市场此后的确大跌了一次。

寻找最佳投资地理分布意味着海外和殖民地信托管理公司，尤其是其下属的海外和殖民地投资信托将得益于率先进入新兴市场。哈特不是马克·莫比乌博士这一类的殖民者先驱，但他深信率先进入这些市场的投资者将会取得优势。早在1961年，海外和殖民地投资信托就打进日本市场，但当时绝大多数其他投资者仍然认为，那个国家不值得任何一位有自尊的投资者去投资。哈特继续经营日本头寸，并在1972年进入巴西市场。这一决定在当时被人认为是极其邪门的做法，但在1996年看来却显得很明智，因为它标志着海外和殖民地投资信托在新兴市场取得成功的开端。

“我们信托的创业背景可以追溯到1868年。当时，海外和殖民地投资信托开创了投资信托产业，并使‘人人需要更具有创业精神并准备尝试新事物’的观念深入人心。那就是这只信托在我上任前就成为第一家认真地在日本投资的英国机构投资者的原因，也是我们加入20世纪70年代首批进入拉美市场的英国机构投资者行列的原因。不论时间如何推移，海外和殖民地投资信托一直准备好尝试新事物。”

“在日本出现的不可思议的经济增长肯定是过去30年左右真正对我们有帮助的事件之一。香港也是经济成功的杰出事例。率先进入这些远东市场使我们获益匪浅。然后我们进入曼谷投资基金，并在它的董事会安排了我们的人。该基金后来增长了8倍。”

“如果中国能够协调一致，将对整个远东地区产生巨大影响，并制造出最为巨大的投资机遇。同时，令人惊讶的是，拉美发生的政治变革意味着当地人开始相信私人企业和私有化。”

“的确，墨西哥和拉丁美洲最近在经济上打了个嗝，但我们深信，那里潜力巨大。甚至在俄罗斯也是如此。它现在是我们投资篮子的一小部分。如果它的政府能够协调一致，将能吸引我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的注意力。我深信，私人企业在拉美的兴起意味着数百万人拼命工作并照顾自己的利益，从而促使整个经济转型，所以海外和殖民地投资信托已经准备好在那个地区投入越来越多的资金。”

这种地理分布的另一优势就是它使哈特得以调和并比较自己的目标。“从我们多年的发展道路来看，这只信托绝大部分的收入必然要由英国的投资组合提供。这从税收角度上说更有效率。但同时海外投资组合产生出了资本增长。”海外和殖民地投资信托的地理分布比表面上看起来还要广泛得多。“英国投资组合的海外成分很高，因为一些公司是大的出口商而且拥有海外分支机构。”以调整后的汇率计算，哈特战胜了世界各地的股票指数。所以这只信托的海外投资者皆大欢喜，英国投资者也一样。

当然，先驱者偶尔也会因为过于激进而失手。甚至杰出的投资经理人也有可能在他们最擅长领域之外迷失方向。哈特，在本质上是个非常谦虚的人，也是一个勇于承认错误的人。

“从20世纪70年代一直到80年代早期，投资信托行业面临来自金融炒家的巨大压力，而信托股价相对于实际资产净值出现了25%～30%的折价。投资信托的批评者们总在说，信托是枯燥无味的。而机构投资者们说：‘我们不喜欢投资信托持有太多的蓝筹股，因为我们自己可以做。’所以我们资助拍摄了一部电影：《比戈斯》。而它最后变成一大败笔！我的一个与电影界及电影业人士有联系的同事当时一直在寻找能为电影界提供支持的人。无论如何，我们参与了此事。这是一次我们不想重复的经历。”

尽管他的投资策略非常谨慎，哈特有时候也不反对为他的投资组合增加“调料”。他采用三种方式这样做。首先是在货币利差方面做文章。如果你知道如何正确地进行这种操作，这也有可能成为获取利润的来源。哈特深知这个道理。他在1984年向股东递交的报告中提到“一只相当大的美元债券投资组合给予我们很大的收益，并收回了融资成本。”确切地说，哈特在这笔交易上投入了总资产的13.4%；尽管他并不是乔治·索罗斯那样的投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家，但此举不管怎样说也都是很大胆的，而且它在20世纪80年代伦敦金融市场的氛围中的确是非同寻常的举动。

“其次是发行债券。多年来，债券在这只信托的管理方面扮演了相当重要的一个角色。而一只投资信托可以通过自己的能力发挥资本扩张——或用美国人的话来说——的财务杠杆作用。这一点非常重要。它是一种在我的时代得到广泛应用的方法。过去，投资信托可以通过发行息率为3%或4%的25年期信用债券来发挥财务杠杆作用。但后来长期利率上升，大批投资信托由于无法继续采用那种形式进行融资而寿终正寝，但海外和殖民地投资信托始终没有放弃这种方法。长期借债是不可能的，所以我们进行短期借款。我们可以借一个月，三个月，六个月，或者一年。如果我们认为前景不错的话，就会将借到的钱投资于债券或股票。这从某种方式上打破了所有的投资规则。尽管使用短期借债作长期投资，但海外和殖民地投资信托始终有一个非常完善的资产负债表。”由此看来，在其经营过程的某个地方，哈特对于“安全性”的定义还颇有弹性！

哈特指出，使用财务杠杆时，时机选择不是一切，还要挑选正确的投资气候。

“我们使用财务杠杆的上限是总资产的30%，我们把财务杠杆分为股票杠杆和固定资产杠杆。我们从不让股票杠杆或固定资产杠杆的比例超过15%。那么，两项相加就是30%以下。当股市上涨和存在通货膨胀时，使用财务杠杆可以成为相当成功的一个策略，而且也相对安全。其他的投资信托只是谈论财务杠杆，却什么也没干。尽管在令人满意的价位上得到长期借款是不可能的，海外和殖民地投资信托还是继续使用财务杠杆。”



当股市上升和存在通货膨胀时，使用杠杆可以成为相当成功的一个策略，而且也相对安全。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，哈特还颇为明智地使用套利手法，借入一种货币然后投资于另一种货币的股票和债券，以此从多样化的投资组合中再获取一些额外收益。

“这种方法可以称为一种另类财务杠杆，结果证明相当有用，尤其是在1979年英国取消汇率管制的时候。一开始，我们使用财务杠杆运作我们的货币头寸。如果我们认为英镑会在几个月内贬值，我们就借入一些英镑，然后我们将钱转入我们认为货币强劲的一个地区。依靠我们对股市的感觉，我们也许会将借来的英镑转入美国国债市场或美国股市。我并不是自夸我们所有时候都做得对，但我们在做那件事时把握的确很大。”

“实际上，自那时起，购入货币头寸成为海外和殖民地投资信托的一个特征。我们当时不断操作货币，试图获得一些好处。如果你对我们1979年以来的账目进行分析就会知道，有些年头我们从货币套利当中赚了钱，其他时候也赔过钱，总的说来，我们总共在这方面赚了几千万英镑——我记不得最近的数字。但自1979年来，大概总共有3500万英镑。但这实际上还只是事情的一半。因为，当你借入一种外国货币并日后偿还，总会引起投资损益。所以，当我谈论3000万英镑左右的金额时，实际投资利润更高。当1992年英镑脱离汇率机制时，我们借入英镑，减少海外贷款，然后当英镑下跌时便处在很好的位置上。它使我们的业绩为之一振。”

哈特说，利用同一投资组合中货币资产和负债之间的差异进行操作，将为股东创造相当可观的利润。1984年，在通过日元避险和美元升值取得一些利润的同时，海外和殖民地投资信托还通过卖空英镑以外的货币而赚得一笔不错的净利。由于英镑在哈特执掌海外和殖民地投资信托的整个期间经历了相对于其他世界货币篮子的周期性下降，他对货币投资机遇的理解就成为这只信托增加总回报的一个重要因素。1992年，哈特和乔治·索罗斯一样，赌英镑会跌。他以高明的货币组合取得了1500万英镑的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润，并为海外和殖民地投资信托当年的业绩表现增加了整整一个百分点。这不仅成为他投资方法的一个常用手段。而且在投资界绝大多数人认识到这种投资的潜力前，他就参与了这种非同寻常的货币交易。在货币交换成为对冲基金标准工具 10 年之前，即 1978 年 4 月，哈特就已经与约瑟夫·施格兰公司做成了一笔为期 10 年的英镑－美元交易。作为一名企业理财人，这也许可以被看作是平常之事，但对于基金经理人而言却是非常前卫的东西。

哈特为海外和殖民地投资信托这杯“鸡尾酒”添加的另一样调料就是从事较大规模的短期未报价股投资。这只信托及哈特本人不断采用这种手法。

“我们的投资组合持有罗伯特·弗莱明银行的股票已有多年，的确，在我全部任期内都是如此。我们还持有被罗伯特·弗莱明银行收购的‘储蓄和繁荣’公司的股票，这就涉及到和罗伯特·弗莱明银行进行价格协商。我们有意作出决定，增持罗伯特·弗莱明银行股。我们认识到，我们当时正难以令人置信地集中投资于信贷银行业，但我们的确相信罗伯特·弗莱明银行市场位置极好，而且它在远东的业务联系也很有价值。同时它还拥有一桩一级投资管理的业务。另一宗未报价投资是我们自己在 1985 年开始建立的一家管理公司。这桩生意的成功要全部归功于该公司首席执行官杰米·奥格利维。他在 1989 年上任后切实地使之运作起来。这家管理公司发展得很成功，并成为海外和殖民地投资信托的一项重要资产，也成为本公司成功历史的一部分。”

无论你想精确地给哈特的投资风格下个定义，还是给他的投资方法贴上一个特征标签，的确都很难做到。这也许正是他个人强大实力的另一种体现。

“如今流行的做法是成为一名选股者或自上而下的资产配置者，而我要使用的是投资经理人武器库里的所有工具。我有时会采用选股法，有时会进行资产配置，还有时使用财务杠杆。有时候做法更简单，就是在股市崩盘时还有勇气买进股票。这种做法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常会在两三年后显示出成效。”

哈特强调，最后一种方法的作用不能过分夸大。他信奉罗德亚德·吉普林的格言：“你要在其他人都迷失的时候保持头脑清醒”，并将其融入自己的管理风格当中。1974年股市危机时，担任经理人刚5年的哈特就表现出守信和勇敢的品格。在1987年美股大崩盘时也是如此，而当时绝大多数其他经理人都忙于甩卖股票。

“海外和殖民地公司有在艰难时期勇于买进的传统。我第一次真正有这种经历是在1974年股市暴跌时。当时人人都绝对地恐慌。这种状况不断持续，最终到达收益很高但市盈率很低的阶段，此时我们列出了一组顶级优质股——通用电气公司、巴斯公司和帝国化学公司等等——并且说：‘毋庸置疑，再过5年，这些股票的价值将比现在高得多。世界不会完蛋。’这是一个循序渐进的问题。我们在1974年最后几个月中投入一点钱，然后市场趋势发生逆转。其中一个具体的例子就是，1974年我们在通用电气公司投入30万英镑，6年后升值至300万英镑。这种经历对我的影响极大，我们后来在1987年美股大崩盘和1992年海湾危机时又再次运用这种手法。”

“1987年美股大崩盘时，人们极度恐慌，关于个人破产和银行从股票经纪人手中收回贷款的传闻不绝于耳。因此，我们当时想到的第一件事就是试图延长短期贷款的还贷期。我们打电话给银行，尽管银行家们并不非常了解股市到底会下跌多少，但他们眼睛不眨一下就同意了，因为我们的资产负债表很健康。在批准延长还贷期后，我们问他们：还会增加对我们的贷款吗？这回他们还是相当乐意。然后我们把这笔额外资金投入市场。后来结果证明，此举极为成功。”

“我们最大的成功是在1974年、1987年和海湾危机时取得的，那时只有有勇气的人才能按部就班地从事投资。所有的投资经理人都会本能地知道这样做是正确的，但在一次自由落体式的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场危机当中，气氛越来越恐怖，人人都过于恐慌，以至于做不了任何事情。同时，我们作为一家投资信托公司，企业结构对我们帮助很大——我们不必担心偿还投资本金——而且公司董事会成员都很通情达理，并没有因为惊恐而要求我减少使用财务杠杆。他们一直准备好在情况不利时增加使用财务杠杆。因此我们得以经受住风暴考验，并能在大萧条时期把握住机遇。”

我们最大的成功是在1974年、1987年和海湾危机时取得的，那时只有有勇气的人才能按部就班地从事投资。

根据哈特的上述思路，人们将得出一个逻辑推断：即他在某些方面可被称为一名“市场计时员”。尽管如同拒绝其他所有标签一样，他也会否认这个称号，但这的确是形成其马赛克拼图式投资风格的一部分——其中包罗万象。事实一再证明，他在判断何时应增持股票方面能力超群。1987年10月19日美股大崩盘之后的一个星期，哈特借入数百万美元并在每股5.50美元的最低价位上迅速购入西班牙电信等股票。这个价格略高于股市暴跌前的一半。海湾战争爆发后，哈特再次大举借款，在因“坏消息”而暴跌的股票上下了相当大的赌注。其中包括帝国化学公司，平均股价是8.70美元。结果一年内他就取得了超过35%的利润。

这种能在动荡环境中保持冷静的品质对于一个将自己描述为“性情平衡”的人来说非常自然。哈特说过，自己最大的优点之一就是：“我一般都能保持冷静”。

理解哈特为何如此成功的一个好方法就是观察一下对他而言是大手笔并对其优胜业绩做出贡献的几只特殊股票。其中突出的一只就是英国BTR公司股。有意思的是，BTR的企业哲学可以被海外和殖民地公司逐字采纳。比如“成长是好的，利润是尺度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全是结果。”在这里，哈特投资的起点仍是占领先机，这给予他很大优势。

“我们当时认识一名叫杰克·威因的股票经纪人。他并非来自大的交易所，但他是理查德·桑顿的好友，所以他与海外和殖民地投资信托做了许多生意。1972年的一天，他对我和同事安德鲁·贝克——他现在仍在我公司——说，‘你们哪天能否和我一道去拜访欧文·格林，并和他谈一次？’所以我们就到了BTR公司的办公室。它当时还是一家相当小的公司，但其总裁欧文·格林给我们留下了深刻印象，特别是他使公司时来运转的能力以及他的品格和热情。在那次会谈中，我们谈笑风生。当时欧文·格林说，他正从生产工业品转向消费品。然后他打开抽屉，拿出一只橡胶做的狗食碗。这就是他们最新推出的消费品！他对这种橡胶狗食碗倾注的热情是非常突出的。然后，欧文又打开另一个抽屉，里面是一大堆支票，其中有他亲自监管的，还有一些是不到万不得已不会支付的。他对财务方面的控制就是如此之严。他给人留下了深刻印象；后来，我们定期和欧文会晤，大概是每隔6个月一次，在随后数年中他取得了我们的信任。他会将他的计划和希望告诉我们，他也从没有失信过。”

在这件事上，哈特抓住了海外和殖民地投资长期投资理念的精髓。在选定长期投资对象后，接着就要长期持有。一旦哈特锁定BTR，他就在投资组合中长期持有这只股票。1972年，哈特首次买进BTR股票时，它还只是一条小鱼(1996年1月，其市场资本总额已达120亿英镑)。哈特不会因为股价一旦翻倍就急于出手，即使在BTR股价上升300%时也没有脱手卖出。23年后，当回报相当于原始成本的10倍时，哈特仍持有大笔BTR头寸。在1984年，这只股票是他最大的持有资产。

哈特总是从有别于市场普遍观点的角度寻找投资机会。在他的投资方法中，始终贯穿着强调另辟蹊径的色彩。因此，和多数经理人不同的是，哈特愿意等待市场回心转意并承认他首先发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的东西，他相信自己可以使用这种策略取得成功。其中有个很好的例子就是英美烟草公司。海外和殖民地投资信托从 20 世纪 70 年代起持有这只股票。股市给这家公司的评级很低，因为其利润中很大一部分来自于所谓的“第三世界”国家，而且它屡次尝试在烟草以外搞多样化经营也没有什么结果。尽管形象不佳，英美烟草的利润和红利却逐年增长。在它数年后显示出超出市场一般水平的增长能力后，市场最终注意到其巨大的赢利能力以及产生现金和改写股价的能力。其结果是，在那期间，哈特从这只股票上取得了 600% 的回报。

哈特持有一种股票的平均时限是 5 年。换言之，海外和殖民地投资信托的投资组合每年只改变 20% 。这种更换率是比较低的。许多基金的更换率是 100% 甚至更高。哈特不愿过多强调持股时间长短的重要性，但这确实保证了他得以了解他所投资的企业及其管理层，并能够不时评判它们的业绩。当要同时跟踪 250 只股票的情况时，这一点是必需的。不知出于偶然，还是预先设计，这只信托目前持有股票的数目和 80 年前一模一样。

这样做的另一个好处是使交易成本得以降低。这符合一个具有投资者而不是交易商心态的人。如果情况保持不变，持股时间可以不断延长。阿雷德科罗爱兹有限公司股是哈特最爱的股票之一，在他的投资组合中已经驻留了 20 多年，并使信托股东们赚了不少钱。哈特喜欢它，因为它是化工行业的一家专利制造商而且管理也不错。

“他们依托专业小市场提供专业化服务。他们的业务是制造一种化学物质，把它放进水里，能使物体浮到表面或沉到水底。经过多年发展，现在他们可以生产多种多样的化学制品，而且都是很专业的产品。生产用于制造超级吸收剂和一次性碟子的化学品是这家企业迅速增长的一个领域。我们年复一年地和他们的管理层举行会晤，他们也不断地兑现他们表示要做的事情。这使人信心倍增。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样的现象也发生在英美烟草公司身上。年复一年，哈特和他的同事们不断拜访该公司的管理层，而且后者对他们说的话绝不食言。1984 年，哈特的投资团队走访了该信托英国投资组合 102 家公司中的 79 家，并与他们的董事长或总经理进行了会谈。

“长期投资成功的秘诀在于支持那些在绝大多数情况下都能兑现其诺言的人。”

长期投资成功的秘诀在于支持那些在绝大多数情况下都能兑现其诺言的人。

这种投资哲学的产生应该不足为怪。因为哈特非常看重他向信托股东做出的许诺或预测，而且他总能持续地兑现诺言，甚至超额完成任务。

这种做法在 1996 年可能显得有些过时，但哈特是投资界最早重视投资对象管理层的人士之一，而他具体表现这种重视的做法就是将相当一部分时间用于会见投资对象管理层或跟踪他们的进展情况。

“在董事长查尔斯·温曼的支持下，海外和殖民地投资信托成为第一只在董事会中吸纳实业家成员的投资信托。在此之前，我们的董事会就已包括了金融界人士、政界人士和伦敦金融城里的人物。回顾 1969 年，我们当时认为能通过股票经纪人得到信息。那时投资机构会与股票经纪人共进午餐。对于投资机构来说，让投资对象参加内部会议是不同寻常的举动。但我喜欢成为某种先驱者。科林·科内斯最近从雷德兰有限公司退休后，如今又成为葛兰素公司的董事长。我从 1969 年就开始认识他了。他告诉我，海外和殖民地投资信托是他访问过的第一家投资机构。这种做法使我们处于领先地位。”

“我们有计划地和投资对象企业的人士举行会谈，试图邀请他们到我们公司来开会或共进午餐。通过系统地评估这些企业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩以及与它们的管理层发展关系，我们对这些企业了如指掌。如果我们对听到的某个信息感兴趣，我们将逐步分析消化，并在行情不佳时利用这个信息。那就是我们持有大量 BTR 股票的方式。我们对他们非常了解，然后只要找准机会买进就行了。”

要是你检验一下哈特采取大规模投资行动的理由，就可以发现一些反复出现的市场主题。他的投资对象企业本身就覆盖了许多交叉的行业和国家。但作为投资的先决条件，哈特投资组合中每一只实质性的持有股份显然要满足以下一个或几个主题：

- 健全的资产负债表
- 良好的现金流动
- 市场龙头/世界龙头
- 良好的国际多元化经营结构
- 迅速增长的市场/长期增长的业务

在这里，我们可以重申一下 BTR 的企业哲学：“成长是好事，利润是尺度，安全是结果。”

要从分析的角度找到哈特的成功秘诀，比对他的投资方法加以整理归类还要困难。他对各种投资工具都保持着一种相当低调和老式的立场，而且几乎总是胆怯地承认：是的，我的确使用了一些和其他投资者相同的手段。

“价值的定义就像一面移动靶。它就是收益和市盈率，股票的高点和低点。没有惟一的尺度。当企业公布营业结果时，我们每次都会有系统地加以评估。我们每季度对美国公司进行一次评估，而且所有其他投资经理人对某个企业使用过的常规评估指标都被写进我们的分析报告中。同时，我们也分别列出牛市和熊市因素。在一只股票在某一特定时刻被高估还是被低估的问题上，我们进行了大量的思考。当市盈率极高时，人们会开始担心。如果此时企业有一项评估指标显得过高，我们会加倍小心。在 20 世纪 70 年代出现 50 支热门股的那个时代，我们一直非常小心，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免过于乐观。”

这些话不应被理解为是在暗示哈特的市场分析方法存在任何程度上的邋遢或随意，因为没有什么能比事实真相更重要。事实上，哈特十分热衷于了解投资对象企业，以及确保他和他的投资团队掌握这些企业经营和财务业绩等方面的最新情况。在精确分析成为一种流行趋势前，他就理解了它的重要性。他是投资分析协会的早期成员之一，确切地说，是第741位，并总是认真参加协会会议。

哈特投资方法中另一个独特和重要的特征在于他买进头寸时采用的渐进方法。哈特一贯奉行谨慎的投资哲学，当他发现自己中意的一家公司时，不会立刻一头扎进去，而是一点点逐步买进。他边等待，边观察。如果该公司(并不一定就是股价)的表现达到或超出预期，他就再多买一些，再多一些，也许之后再更多一点。

“渐进策略总是更安全一些。它是我在股市中多年使用的投资运作方式，在市场前景显得有些灰暗时尤其用得较多。我们的成功部分归功于这种方法。对于关键股，当市场每况愈下时，我们会增持一点点，或者，当股价有些虚高时，我们就减持一点点。我们就这样增减持有的股票。整个过程是循序渐进的，而不是突如其来的。”

在售股问题上，哈特的做法与他一贯的投资风格稍有不同。

“我是一个一天24小时都在考虑投资和投资形势的人。但尽管进行全面评估，还是会出现这样的局面：你总是希望等到形势出现转机时再出售，但在许多时候却并没有出现转机。当然，采取这种策略，还是能获得一些成功的。我们持有的某些股票会突然间再次猛涨。一般认为，如果对一家公司的管理层失去信心，便会抛售这种股票。但麻烦在于，有关的迹象并不明显，因此在许多情况下，人们会因持股时间过长而犯错误。”

“在我们读过的许多书中，人们总说：‘当事情不妙时要尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果有人对形势有信心——那就逐步一点点前进吧。

快脱身。’但我喜欢的做法是如果有人对形势有信心——那就逐步一点点前进吧。这种策略多次将我引向成功，只有少数几次是灾难。”

检验投资理论的一个好方法就是看看我们的投资大师们把他们自己的钱投在何处。哈特的例子在很大程度上就像是厨师吃自己做的菜。他个人最大的投资就是海外和殖民地投资信托。他每年通过储蓄计划不断增加持有量：为什么不这么做呢？因为他很难在别处得到更好的回报！但即便如此，他还是采用了一些分散化策略。他个人的投资组合还包括一系列一流的投资信托，一些蓝筹股以及一些与指数或与政府有关的股票。当然，这些投资仅是作为平衡要素而存在的，以防万一在股市低迷时变现之需。

读到这里，你也许会想，既然迈克尔·哈特在投资场上取得了如此巨大的成功，投资一定就是他生活的全部。但如果这样想，你就低估了这个人的抱负。当哈特最终从海外和殖民地投资信托卸任时，他将拥有一个无与伦比的业绩纪录。但他最值得别人纪念的事迹却在于：他确保了成千上万的小投资者能依靠他的专长获益。

说哈特在重振整个英国投资信托行业的尊严和名誉方面扮演了重要角色，并非夸大其辞。他的信念是使资本主义更得人心，并最大限度地扩大受益者的范围。他认为，如果不能在每个人的口袋里放进点东西，就无法获得人心。他自身的业绩纪录便是促使信托行业发生这种观念变革的实质性因素。提出投资信托应向街头的每一个储户开放，在当时的英国是一项具有革命性意义的创举。

“我非常自豪的一件事就是帮助投资信托行业走过了这段难以置信的艰难岁月；当时资产折扣在加大，小投资者被高税收赶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出局，而机构投资者正在建立自己的投资部门并且声称他们不需要投资信托。当最大的投资信托——环球投资信托被收购后，所有的掠夺性行为走到了极致。于是，我们不断地思索：'我们到底能做些什么？'"

"在 20 世纪 70 年代和 80 年代，我开始做一些从前确实没有做过的事情。投资信托开始依赖经纪人出售股票。我读到《金融时报》的有关文章，它们批评投资信托经理人从未想过与媒体和机构投资者进行交流。读到这些建议后，我开始照办。我逐渐积累材料，宣传海外和殖民地投资信托的业绩，目的就是反驳有人对信托投资所说过的各种坏话。"

"当看到这些由一张张表格组成的宣传材料时，留给人的印象也许是话说得过了头，而且即使你愿意听，也会觉得没完没了。但在那种时期这种做法非常必要。将我们的业绩与 30 种股票指数及其组成各股相比，就会传递出一个信息：比起这一指数和所有至关重要的蓝筹股，海外和殖民地投资信托的业绩毫不逊色。我们给机构投资者留下的印象是，海外和殖民地投资信托是最不容易受到攻击的一只投资信托，因为我们拥有非常好的业绩纪录。但我们还是没能解决折扣率过高的问题。"

"1984 年，海外和殖民地投资信托发现了解决投资信托行业上述关键问题的方法。这归功于我对美国的一次访问。我在那里拜访了一些投资经理人，包括封闭式基金的经理。其中一家名为三洲的基金，向其股东提供一种储蓄计划：股东们可以将一些钱存在基金登记员那里，而登记员将购买三洲基金的股票并分给送钱来的股东。我想：'这是个很好的主意，我能在英国这么做吗？'当时，没有人认为这会在英国成为可能。实际上，人们这么想是因为这么做与英国实行的《公司法》和《反欺诈法》相抵触。"

"我们当时未和律师商量此事就不失时机地将这一新的储蓄计划推荐给股东。当它受到媒体和股东欢迎时，我们便宣布这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计划向所有投资者开放。媒体喜欢它，人们也开始参与进来。然后我接到了贸易和工业部的一个电话，是关于《反欺诈法》的问题。打电话的人说：'我能否到你们这里来看看，只要在这儿和那儿做些调整就万事大吉了。'所以我们最终克服了这一制度障碍。现在，人们是想像不到这种事的。我们仅仅只是在幸运之神面前极其走运而已。关于投资信托储蓄计划的主张被证明是极为成功的，这也再次表明了海外和殖民地投资信托勇于尝试新事物的经营哲学。结果，折扣被转移了。它们由30%恢复到零，此举被认为是信托投资业起死回生的起点。"

股东储蓄计划在1984年海外和殖民地投资信托年度报告中得到了应有的重视，其中强调了哈特对于"向每个愿意投资的人伸出援手"的承诺。对于已是股东的人，投资下限是25英镑，而对新股东是250英镑。这种认购结构今天已经不新鲜，但在当时则是一大突破。这一小额储蓄措施10年后仍然适用，而当初每个月投入最低限额25英镑的忠实投资者到1994年底已拥有超过7000英镑的股票价值。

必须指出，即使是在这件事上，哈特仍然表现出对他所秉持的传统投资理念的忠诚。他扩大股东基础的事迹与1868年海外和殖民地投资信托初创时立下的目标是完全一致的。结果表明，哈特在实现该信托扩大股东基础的目标方面取得了令人瞩目的成功。1984年时，股东尚不到1.2万名，此后注册人数不断上升，如今已超过10万。每个人都获得了切实的利益增长。如此说来，那里肯定至少有10万名"哈特迷"了！从这个意义上说，他足以和"湿、湿、湿"乐队的人气纪录一比高下。

哈特有一颗慷慨之心。他的努力不只局限于提升自己的信托，同时也在为整个投资信托行业打拼。

"1989年，我应邀出任英国投资信托协会主席。我当时协助协会该总干事菲利普·查佩尔发起一场运动，旨在使人们相信，投资信托是小投资者进入股市的最佳途径之一。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迈哈尔·哈特同时也是一个有功必赏的经理人。他是过去25年中惟一持续为海外和殖民地投资信托工作的经理，但他总是竭力强调，这只信托取得的荣誉归功于整个管理团队的努力。他尤其赞赏埃里克·埃尔斯托布，他是1971~1974年期间的正式合伙经理人。其他作过重要贡献的人包括扬·赖特，史蒂文·怀特和杰里米·齐古。

“投资是一件学院派干的事业。要许多人参与。在某种程度上，它并不十分契合书本上的东西。这里没有做出神奇决策的大明星。海外和殖民地投资信托没有什么特别的地方。”

甚至一流金融经理都将海外和殖民地投资信托叫做“高枕无忧的基金”。

在20世纪90年代的金融环境中，技术和数据交换的存



“我收藏品中最有价值的东西。”

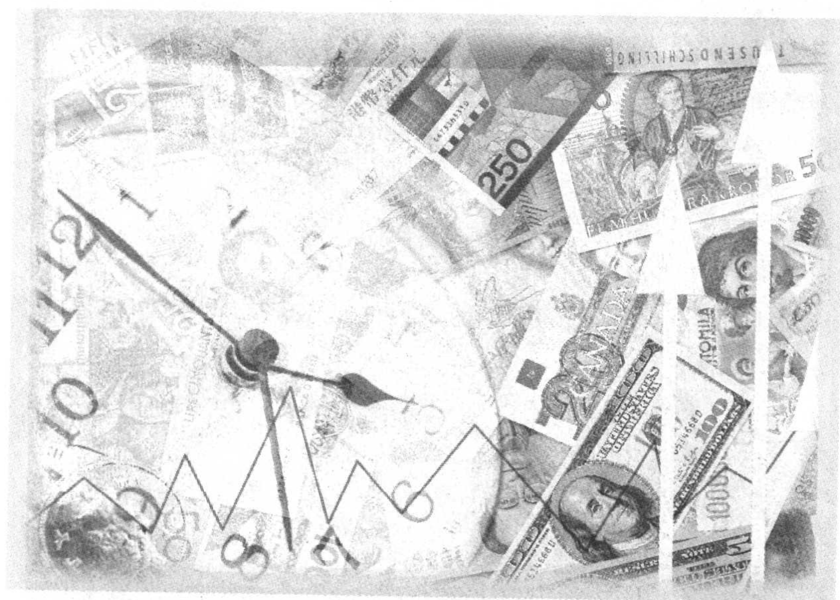
这是一个恰如其分的评论，它不仅是针对海外和殖民地投资信托令人羡慕的金融成就和业绩纪录而言，而且也暗示他们没有张贴董事长和董事的画像。因为该公司的人说，把钱花在为经营公司的人画肖像上不符合股东的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

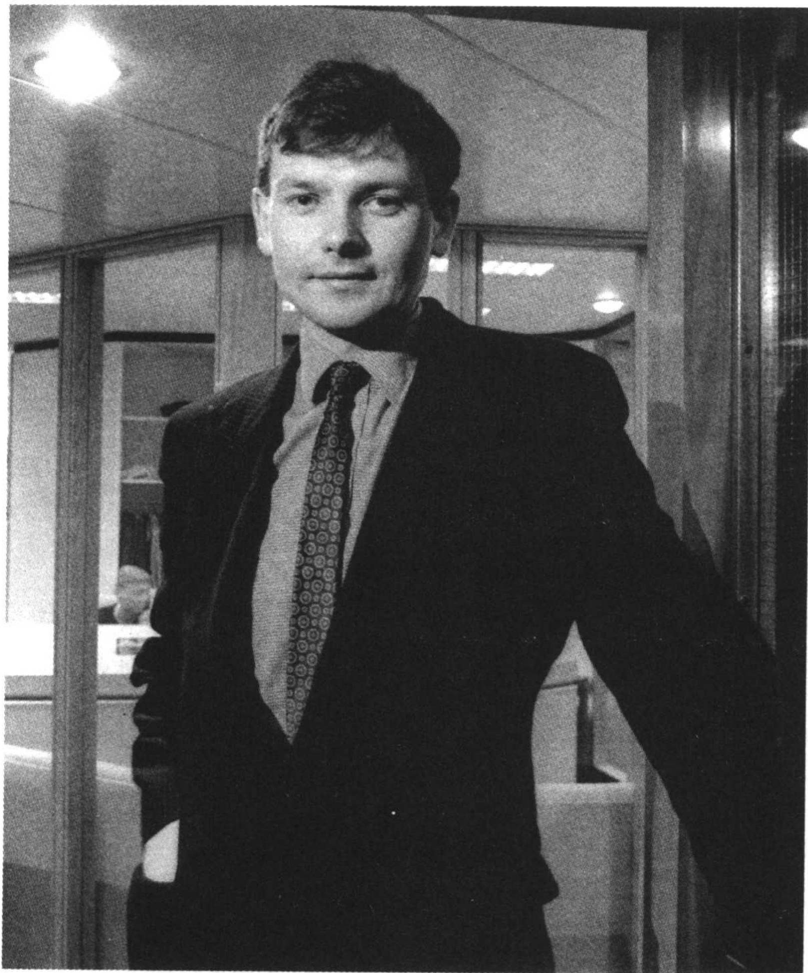
在对人们投资和贸易的方式产生了巨大影响，这时哈特成为耸立在充满着危险和多变的风暴之海中的一座灯塔。他的原则和策略经受住了时间的考验。他谨慎小心的天性，加上对市场采取行动的勇气，在任何一次争取超级回报的热潮中，都无往而不胜。哈特将继续采取逐步分析消化的策略，而喜欢可靠回报和风险承受能力较低的投资者会在哈特这里找到家的感觉。甚至一流金融经理都将海外和殖民地投资信托叫做“高枕无忧的基金”。赞誉之高，莫过于此。

读过上文之后，便不难理解，为何像《星期日电讯报》这样一张在英国很有影响的全国性大报，竟然刊登了可能是其有史以来惟一一张正面宣传投资机构的漫画。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 公认的复苏投资领袖
* 密切关注资产价值、换手率和现金流
* 复苏基金在 15 年中将每月 40 英镑的投资变为 2.7 万英镑的价值！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

理查德·休斯：现金就是上帝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的世界很早就出现在休斯面前：他 11 岁时就得到 10 股股票作为生日礼物。

“那时我对化学相当感兴趣，所以我选择轮胎炭黑生产商菲尔布莱克公司的股票。当时其每股价格是 43 先令 3 便士(2.165 英镑)，但之后再也没有回到这一价位。后来这只股票逐渐曲折下跌，直到该公司以每股 30 先令(1.50 英镑)的价格被收购。尽管如此，我那时仍然经常阅读这只股票的年度纪录，并对投资越来越感兴趣，而不是泄气。”

“我持有的下一只股票是北威尔士的克威克赛伍公司。其总裁阿尔伯特·古柏将其发展为英国最早的折扣零售店之一。你可以看到人们在它的商店门前排成长队。它深受欢迎，而这也是该公司的制胜之道。”

这只股票仅在两年内就涨了 62%，而在休斯持有它的整整 7 年中增长了 300%。

休斯的父亲和祖父都曾持有小型的私人投资组合，这一点使休斯对投资的兴趣更增一层。虽然他从学校毕业后没有立即到伦敦金融城工作，但休斯对与投资有关的事物总怀有一种亲近感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不久他的职业生涯发生了意外转折，使他的这种投资倾向显山露水。

“在我到德比郡议会工作的第一个上午，负责培训的人在不经意间提到，德比郡议会管理着自己的养老金基金。他的原话是：‘你们当中的任何一个人都不太可能最终到这个部门(基金)工作，因为它是一个专业化很高的领域。’当他说这番话时，我的脑子里立刻有个小铃铛敲了起来：‘这听起来比他讲的其他10件事有意思多了。’”

不需多说，投资场是休斯最终落脚之处。不过，他最早分配到的工作是做实习会计，从事消防资金的预算工作。但他进入投资界的愿望很快就被列入议事日程，因为他的办公桌具有战略意义地紧挨着一名养老金基金经理。

一个地方郡议会听起来不像是一名日后大展宏图的理财专家的起步之地，但这只能说明事物的表面有时候多么的具有欺骗性：在不到15年时间内，休斯成为M&G基金管理公司董事会主要成员。暂且不提此事。这里容易被忽略的一点就是，在英国，甚至一个中级地方政府组织也能管理一笔相对庞大的资金。拿德比郡来说，1978年他们养老金基金户头里的资金多达5000万英镑。在1986年休斯转入M&G时，这笔钱已经增长到3亿英镑，比英国任何一只单位投资基金或投资信托所拥有的资金都要大得多。这只基金的管理由一支小团队担负——精确地说是3个人——所以，从为这只基金工作的第一天起，休斯便参与了投资组合各个方面的事务。对于休斯而言，这里还有一个额外的有利条件：他处在一个非常具有创业精神的环境中。这只基金的雄厚财力使它的经理们得以积极投资于小企业并购入相当大比例的股份，甚至于尝试经营未报价的证券。总而言之，休斯当时的经营范围对于像他这样一个在传统机构初试身手、经验不足的年轻经理人而言，是大大超出预期的。

“我最初涉足的是货币市场和固定利率领域，管理着数额较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的借贷。在我做得不错的第一笔业务中，我可以从郡议会的基金中借给某人 1000 万英镑，但我却无权购买一支铅笔刀。我在该机构中地位之低，可想而知。"

"但这是一个能够获得良好训练的地方。德比郡议会的工作要求非常高。那里的人绝大部分都很出色。而你能在职业生涯最初阶段就可以学到如何处理大额资金。你学到了如何迅速做出决策，也懂得犯错误不可避免。你必须与犯错误达成妥协。"

"由于经营固定收入领域，我便开始注意到经济、政府政策和利率之间的联系。我想像不出在进入股票领域之前，还有比这更好的起点了。"

"同时，对于学习股票市场知识而言，马特洛克(在德比郡内)是一个绝好的地方。我们当时积极地走访上市公司的管理人员。当你想到英国的上市公司，你将会想到这样一些地方，如曼彻斯特、里兹、谢菲尔德、布拉德福德、莱斯特、诺丁汉、德比和伯明翰——它们距马特洛克的车程都不到一小时。"

休斯至今仍在跟踪他当年通过走访熟悉起来的一些公司。他愉快地指出："目前我的复苏基金中就有一只当年这些公司的股票。"在休斯于 1986～1992 年期间参与管理的 M&G 小企业基金的投资组合中，"老面孔"就更多了，包括工程企业集团 EIS 公司和如今拥有斯通氏姜汁酒和其他生意的饮料企业马休·克拉克公司。

从德比郡议会到 M&G，休斯很容易就适应了这种转换。原因之一就是他感到，M&G 的经营哲学和他在德比郡管理那只基金时的情况没有太大差别。实际上，他的跳槽是由于持有一只名为"尼普桑德"的股票引起的。20 世纪 80 年代初，该公司由于初投资一家钢铁厂而陷入困境。

"当时(尼普桑德公司)财务状况不稳定，需要股东和银行的支持才能维持下去。"

休斯与当时 M&G 复苏基金的经理戴维·塔克代表了与该公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利害关系最大的两大投资方。他们密切合作，使情况完全好转。有意思的是，1995 年 M&G 复苏基金再次持有“尼普桑德”普通股。该公司经历了多次危机，如今又再次处于恢复之中。

M&G 通过一切公开文件不断明确宣传自己的经营哲学，包括向股东提交的报告和营销广告手册。以下文字节录自 1994 年 M&G 向独立金融顾问散发的公司年报：

> M&G 的投资哲学就是集中关注长期价值，同时注重收入和复苏情况，一般不愿投资于估价很高的热门股票。
>
> M&G 旗下的基金如今持有约 250 家公司 5% 以上的股票资本。我们认为有必要去了解经营这些公司的人，因为我们相信一个实质性的投资机构应该和与之有很大利害关系的公司的管理层建立起牢固和持久的关系。
>
> 我们不指望要求这些管理人员如何经营他们的公司，但如果一家公司的行为将危及股东利益，我们就会倾向于采取建设性干预措施处理一只持有股。这意味着我们着眼于长期表现，并尽量不因短期考虑而偏离方向。这对于我们而言，这是最有利于整个行业和投资者的做法。



我们着眼于长期表现，并尽量不因短期考虑而偏离方向。



这段关于 M&G 的文字主要说的还只是理查德·休斯接管复苏基金时从前任经理戴维·塔克手中继承下来的投资手法。休斯进一步使之完善，并在上任后的 8 年中取得了相当大的成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复苏投资

休斯成功之道的精髓集中体现在其经营的主要基金的名称上。在投资界，“复苏”这个字眼并没有特殊的含义。让我们再次读一读同一份年报中的话吧：

> 这只单位信托投资基金遵循这样一种投资策略：投资于那些正在经历困难时期的公司的股票。经理们不断地寻求新的持有股，以替换那些复苏前景显然已经实现的股票，或是那些似乎还未被市场确认的股票。资本成长是一贯目的，而收益方面的考虑则应被忽略。

“这只基金成立之初的经营哲学并不十分科学。它认为，如果你购入一些别人认为将会失败的股票，但是它们仍然存在合理机会或复苏迹象，你就会得到很好的回报。戴维·塔克非常能干，也很有技巧，他通过自身经验使这一手法趋于完善。”

“但我认为，复苏投资的关键在于低价购入。为此，你需要相当多的坏消息，需要其他投资者对某个公司或行业灰心丧气。你希望整个世界都知道这些坏消息。那就意味着要对股价造成最大限度的影响。当然，你还需要找到解决问题的办法。”

“解决办法可以是钱、管理或者是时间。实际上，最好的综合解决方法就是钱加上管理。这样，一家复苏型公司就需要获得新的资金，以修补资产负债表以及前任管理层遗留下来的错误。同时，需要任命一个能干的新管理层，或者是将要任命。”

“从心理角度而言，许多机构和股东因为见到他们投资的某种股票从每股 5 英镑降到 1 英镑而心生厌倦。他们最不想做的事情就是追加投资，而不管情况有多么紧迫。基金经理们也许要面对基金持有人或老板的诸多责问，如‘为什么你要持有这种股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票？它已经一跌再跌。’许多经理也许更愿意不解释他们为什么会把更多的钱投入在这样一只股票上面。”

“这就是说，股权转让本身通常是在股价非常低迷的水平上完成的，并确实给予了像复苏基金这样的机构进入市场的机会。”

什么是典型的复苏投资呢？

“格拉纳达集团曾发行过一种面额为1.40英镑的股票，但不是特别成功。人们对格拉纳达和它差强人意的业绩纪录感到彻底厌倦。这样，我就能够在这个价位上买进一定量非常好的持有股。随后掌管这家公司的格里·罗宾逊取得了一定成效。他改进了利润状况，开始实行谨慎的管理，并将这家蹩脚企业改造成复苏明星。然后，他像英国天空广播公司一样，遇上了一两次好机

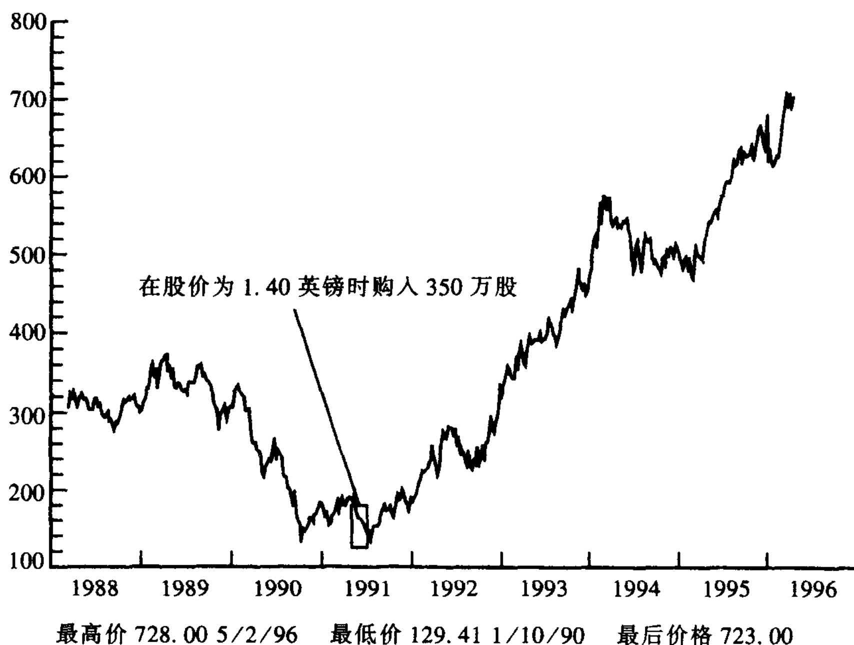


图7－1　格拉纳达集团股票价格(1988年2月29日至1996年4月3日)

数据来源：数据流公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会。当你看到表 7－1 时，接下来发生的事件就一目了然了。这只股票升至每股 5.60 英镑，并继而几乎直线上升。这只人们以前惟恐避之不及的股票突然间又使得人们排队认购了。同时，我们也因此迅速地获得四倍的回报。”

“我们为什么能得到这一投资机会？首先，这家公司的股东非常失望，不愿支持股权转让。同时，更重要的是，一位优秀管理者加盟该公司而且他经营有方。”

“复苏投资的另一个好例子是本济公司。它在詹姆斯·怀特经营时期，每周都要进行收购。你简直可以坐在那里等着它出事。你知道，以那种速度扩张企业的人绝对不可能适当地整合生意，也从来不能确定是否购入了有问题的企业。尽管如此，总还有一些好的企业被购入。”

“很自然，情况的确恶化了。投资机构对这家企业感到厌烦。詹姆斯·怀特也离开了。股价从每股 180 便士降到 60 多便士。这时，戴维·肯德尔加盟该公司，成为新总裁。他做出了一项明智的决定，任命托尼·哈布哥德为首席执行官。在土托尔公司被考陶尔兹和维耶拉成衣公司收购前，此人曾在那里工作过很短的一段时间，致力于企业状况的好转。到本济公司后，他认定公司在美国的建筑业务是最大的问题所在，并在使大家确认这一点后将其出售给拉格比公司。他采取了许多细致的处理方法并对主要业务部门加强管理，取得了如图 7－2 所示的成果。”

这些做法听起来都很容易。但休斯在确信某家公司已经具备了进行投资的条件之前，要处理许多迎面而来的基础性工作。他最擅长于确定适当的候选复苏型投资对象。他在考虑这些事情时，有几条明确的标准。

“首先，我喜欢隐藏在某家企业里的一项好业务。你也许发现这家企业只有一项业务是好的，而其他两到三个都不太好；但这项好的业务一定有某种‘宝贝’值得珍藏。一旦目前的问题烟消云散，它肯定有值得人们关注并为之兴奋的东西。这一点很重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 7-2　本济公司股票价格(1988 年 2 月 29 日至 1996 年 4 月 3 日)

数据来源：数据流公司

要。”

“拿荷兰电器巨头飞利浦公司来说，我们认为它是一只好股票。当时，它发生的一些灾难在《金融时报》头版被详尽报道。尽管如此，它仍是一家营业额高达 250 亿英镑的企业，而且拥有一系列优秀的子公司，如宝丽金。在那些报道刊登后，该公司股价随之下跌，从一度每股高达 80 荷兰盾跌至 18 荷兰盾。”

“这时，飞利浦公司出现了一名新的管理者——扬·蒂默，他从一名部门经理升为处理公司全局的人。他信守诺言，进行重组和整顿。你发现，他们正在出售一些不为人知的价值数百万盾的企业。逐渐地，飞利浦这艘巨轮的船头确实开始转向，而缩减企业规模的成效也显现出来。”

“其次，我乐于发现企业的资产价值。这意味着你总体上看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重的是它的生产部门而不是服务部门。如果投资计划不见效，你还可以有出售资产这条潜在的退路可走。它将在逆境时提供保护。有形资产通常更有用。英国的房地产在历史上一直相当不错地保持了价值。因此你要在资产价值方面多作一些思考。我曾见过许多公司成功地出售一块肮脏的土地或一家老厂，而当周围地区环境变化后，它们变成漂亮耀眼的超级市场。然后账面上原来只值 10 万英镑的东西一下子就变成了一百万。而你在出售老股票的时候，很难获得高出账面 10 倍的价值。"

"总资产更为重要。如果它是品牌一类的东西，资产甚至也可能是无形的。你将感觉到，如果一家公司不能依靠品牌赢利，别人就会收购这个品牌。这样，它就存在你将能得到回报的价值。"

"伯马公司的例子可以说明这种投资可以持续多久。该公司在 1974 年差不多已经破产，当时我的前任戴维·塔克购进了它的股份。在一段时间内，该公司管理层已重新将关注点集中在它的核心业务——卡斯特罗尔公司方面，它的确是一件宝贝。他们利用自己的基础产业，在远东市场取得了不可思议的好位置，并继续在美国成长，而且还正在打开东欧市场。伯马公司具有产生世界名牌的结构。我们在 20 年后仍持有它的一些股份。而我们最初购入时的股价比现在的红利还低。"

"只要能够产生出好的利润，我乐于见到这只股票频频转手。"

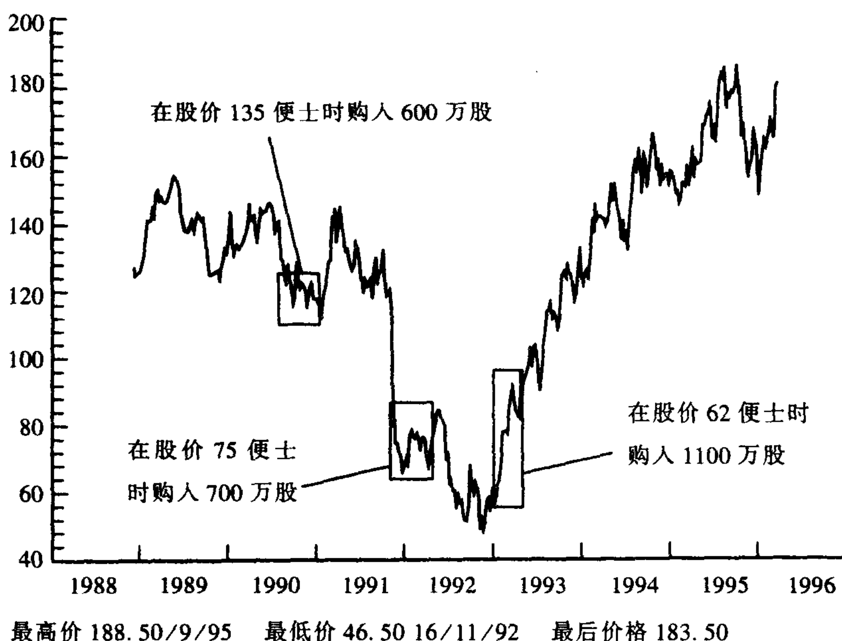
"第三，我关心现金流。企业折旧费高对我们有利。企业不赢利尚不至于破产，但如果出现现金短缺就非常危险。关键在于现金流。即使一家企业一两年内没有任何利润，但只要现金流足以阻止其破产，我也愿意进行投资。英国钢铁公司

企业不赢利尚不至于破产，但如果出现现金短缺就非常危险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是上一次经济萧条时期一个很好的例子：它面临严重的利润紧缩问题，但现金管理仍然是非常好的。一旦形势好转，迅速恢复赢利和现金优势增加的前景便展现在你面前。你可以从图 7－3 中跟踪这一复苏过程。现金就是复苏经理的上帝。他们能否管理好现金而避免企业破产？如是答案是肯定的，你就有了进行投资的可能性。”

“财务杠杆的作用已经发生了改变。我们如今已经在高利率环境下生活得太久，而且我已经发现，要取消财务杠杆的影响在这种气氛下可能是极度困难的。所以，我如今比传统的复苏基金经理人更为担心财务杠杆的负面影响。比如说股价暴跌 95% 的朗兹·皇后街公司，它最终是被债务问题压垮的。如果实际利率下降，我才会改变对财务杠杆的看法。”



最高价 188.50/9/95　最低价 46.50 16/11/92　最后价格 183.50

图 7－3　英国钢铁公司股票价格(1988 年 2 月 29 日至 1996 年 4 月 3 日)

数据来源：数据流公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于股价，休斯有些模棱两可。

“我不会一下买进 20 只跌幅达 90% 的股票。一般而言，90% 的降幅是有深刻原因的，而如果你的确买进了这样的 20 只股票，你最好希望你从没买过。我也许会买进 3～4 只降幅为 90% 的股票，3～4 只降幅为 75% 的股票，还有 3～4 只降幅为 50% 或 25% 的股票。这是为了实现平衡。”

复苏投资的第一步是评估企业。尽管休斯选股法的部分程序只能被拥有大量人力和资源的机构投资者所模仿，但随着低成本数据库和在线实时信息系统的发展，那些愿意做一些基础研究的个人投资者也可以学习使用休斯的投资方法。

“一般情况下，我会同时跟踪数百家企业——几乎就像是一只等待事情恶化的兀鹰。这样的话，如果市场的某个部分发生灾难，但得知其他地方存在一家好企业，就可以考虑进行投资。我几乎总是在等着发生意外。”

“接下来是考察上市公司的股权转让情况。因为比起公司的正常运作，你往往可以从股权转让当中获得更多关于企业计划及营业细节的信息。这常常是一种激励因素。”

人是促使复苏过程发生变化的关键因素。在选股过程结束时，决定因素常常是企业的管理者。企业出现转机的程度常常与更换管理者过程的质量有关。

> 人是促使复苏过程发生变化的关键因素。企业出现转机的程度常常与更换管理者过程的质量有关。

“新人会使面貌焕然一新。在一家不景气的公司里，很容易产生意志消沉和失败的普遍情绪。但是，如果换上优秀的管理者，蹩脚货也有可能成为最佳企业，因为潜力在那里摆着，利润可以迅速出现三倍或四倍于价值的增长。当某人将使一个企业发生转机，那么投资者就要和他见面，并对企业的实际价值和新管理层的影响力作一个判断。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在研究是否要对某只股票进行投资时，企业管理层是最为捉摸不定的因素。休斯在这个问题上非常小心谨慎。

“如何选出你可以信任的人，以及将熟悉业务的管理者与那些仅仅外表不错的人区别开来，是投资决策中最为困难的一部分。企业报表是我们最主要的资料来源，而且必须相信数据。但是，在许多广为人知的灾难性投资案例中，数字最后都被证实为可疑的。因此，你不得不相信制造出这些数据的人，而不是将更多的信任投放在数字本身方面。”

“最有效的方法是到其他公司去了解这些管理者。如果我以前和他们打过交道，而且他们在别处干得不错，这就使我能在复苏投资形势下最大限度地信任他们。我觉得，的确可以采用这种诀窍发现这样的人，而且他们以前并不一定要从事同一行业。”

休斯在每个企业管理者身上都或多或少地使用了这样的鉴别方法，算得上是这方面的行家了。他从中挑出了一些他认为值得股东们信任和支持的人。

“有一个叫彼得·弗罗斯特的人，目前是雷诺公司董事长，他拥有非常好的职业纪录。格拉纳达集团的格里·罗宾逊业绩卓著。我也会支持托尼·哈布哥德。更早以前，有个叫约翰·艾伦的人加盟海洋集团，而且表现很好。约翰·克拉克在 BET 公司干得非常出色。他在促进公司内部现金增长方面的能力非常突出。巴克莱银行的马丁·泰勒并不完全称得上是一名企业改造专家，但确实非常不错。克里斯托弗·霍格也不错。库克森公司的理查德·奥斯特做得也非常好。有一家名叫阿灵顿的顾问公司，它与芬纳公司有关系，给我留下了深刻印象。它的董事长科林·库克很不错。如果这些人日后要加盟哪家公司，我一定会支持这家公司。诺克斯·达西信托是另一家在识别企业管理者方面有所成就的投资机构。”

休斯“相人”还有其他方法，包括正面和负面的标准。休斯介绍了他在会见并评估一支企业管理团队时使用的几招。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“他们对前任遗留问题的分析质量，其中反映出的现实态度，以及对企业如何走出困境进行分析的质量——这同样也需要现实态度——是最基本的。我乐于见到他们运用从其他地方学来的经验。”

“我同时也乐意拜访那些在自己公司持有股份以显示信心的管理团队。拿自己的钱和股东们一起承受风险是一个很好的品质。它将增加企业信用等级。”

“我还试图发现管理者对其公司和产品的热情。如果管理者不能对正在做的事情感兴趣，我为什么还要投资呢？我记得 20 世纪 80 年代后期有一次参加库克森公司的午餐会。那是在其现任管理团队到来之前。该公司当时的管理者不承认市场环境出现衰退并有可能影响到他们的生意，而且他们看起来也不能理解这一点将如何影响他们的财务状况。是的，他们拥有一些好业务，但我还是决定不碰这只股票。相反，我把它放在有待观察的股票行列当中，同时我们开始跟踪这家公司，预计它会出问题。当时，其股价约为 200 便士，而且一度还曾高达 400 便士，然后股价就缩水一半。我们在每股跌到 110 便士时买进。”

(一)复苏性股票吸引公司收购者关注

休斯选股方法有一个非常重要的副产品，就是他总是以得到流动性而告终，因为他的投资被别人买走。公司收购者有着更为谨慎的倾向，他们在出价收购一家公司前会观察该公司的资本重组是如何起作用的。休斯在公司出现转机的早期阶段就进入市场，所以，公司收购者便很自然地帮助 M&G 复苏基金实现回报。以下这段摘自《M&G 复苏基金 1992 年 9 月管理报告》的评论对此作了概括：

> 本基金表现最佳的投资是米德兰银行，在汇丰银行投标收购后，它的股价在此期间几乎翻了一倍。与此同时，我们持有的其他三只股票也被公司买家投标收购，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括沃尔特·劳伦斯公司、得运来公司和克隆尼特公司，买方对它们的现金出价都要高于投标前的一般股价。

当你回头查阅 M&G 基金半年一期的《管理报告》时就会发现，无论在哪个时期，该基金持有的股票都能吸引买家，并且收购价格总是比这项投资的基本价要高得多。的确，休斯并非不留心其投资活动中的这个层面，而且它也是休斯在选股过程中的一项考虑因素。

"我喜欢那些引起大集团购买兴趣的公司，比如一家能被汉森公司、BTR 公司或汤姆金斯公司这样的巨头看上的企业，并且他们认为如果接管下来将经营得更好，或者适合并入他们的某个部门。我们 M&G 基金对企业并购持审慎态度，但当汉森公司出价每股 1.5 英镑收购我们几个月前以每股 1 英镑购入的某只股票时，我们也就获得了利益。我们并不是为了被收购才购进股票的，但我们经常在被收购的公司中持有大量股份。比如我们持有费森公司 9% 的股份，并在克兰沃特·本森集团中持有相当大的股份。我的确想尝试着用实业家的眼光看待这家企业。"

值得一提的是，这些收购案是休斯参与管理的 M&G 小企业基金取得成功的关键因素之一。《M&G 公司 1986 年终报告》中提到了收购递盘过多的问题，其列出了 10 个例子——这对于当时一只持有 83 只英国上市公司股票的基金而言相当不错了。小公司比大公司更容易被收购，这是一条定律。而同样的，复苏型股票也可能比高速增长的成长型股票收益更佳。将这两者结合起来，你在任何收购活动中都会立于不败之地。

(二)多样化的投资组合最关键

这种复苏型投资方式的软肋在于总会有失败者。当你在危险的池水中钓鱼时，总会出现翻船的现象。破产是复苏型投资的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大风险成本，但却是可以接受的。关键在于，要确保投资范围足够广阔，以使得那些失败的股票永远不会对投资者造成实质性的损失。当阿尔法地产公司在 1991 年 7 月破产时，它仅占 M&G 基金资本仓位的 0.03%；而 1992 年 2 月陷入困境的克里尔马克公司，在其低谷时仅使休斯损失了基金仓位的 0.15%。

复苏周期

复苏型投资活动的周期主要分三个层面：市场整体、某一产业板块或某一企业。

投资者可以同时在其中两三个层面上操作，而且，在涉及高周期性股票的某些案例中，还可以准确地将这些层面重叠起来，以推动股价出现特别强劲的上涨。在其他案例中，一些特殊的条件也可以创造出投资机遇，但只有像 M&G 基金管理公司这样一家确实在为复苏创造良性经济环境的机构才能抓住这些机遇。

(一)三个层面

1. 市场

整个市场总有一些时候会对休斯非常有利。在这些时候，他可以有更多的公司作为投资选择。如果情况不利，他也会进行复苏投资。他在 1994 年 8 月以基金主席身份给基金股东们写信说：

> 我们的经验是，在从衰退转为复苏的早期阶段，主要“蓝筹股”公司的股票经常处于领先地位，而复苏基金却落在其后，但后来这一情况常常会发生逆转，复苏基金会迎头赶上，并击败拥有广泛基础的市场指数。

1993 年 1 月的一封信点明了类似的观点。但当时英国经济周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期已处在一个非常不同的阶段：

> 复苏基金的投资政策，也就是对正在经历困难时期的企业进行投资的策略，注定是要在一次衰退过程中表现不佳的，尤其是复苏过程比一般要长的时候。但无论如何，一旦整个市场的观点都认为经济正在改善，复苏基金就已击败了那些拥有广泛基础的市场指数。这就是现在正在发生的情况。

"我们的基金是周期性的。而在典型情况下，当许多企业陷入困境并且呈现多种投资选择时，我将在衰退期大举买进。许多股票出现了价格剧降的情况。然后，在复苏期，我将不再如此活跃。你的确必须在经济衰退期试着定位你的投资，而且不要在同一时间全部买进。如果买进过早，价格将进一步下跌。"

> 你的确必须在经济衰退期尝试并定位你的投资，而且不要在同一时间全部买进。

经济周期中的变形点，加之促使形势变化的一些事件，将为一名复苏型投资者创造出特别有利的条件。休斯说，近来最重要的一个变形点出现在20世纪90年代早期。而且，具有相似的条件将再次出现，并提供其他类似的向好机会；届时投资者就必须抓住机遇。

"当英国在1992年9月退出汇率机制时，我正在度假。我返回后，利率已经上升到15%，而人们都在传说整个国家到圣诞节就要破产。每个人都在四处打转，制定救急计划。他们这时候本该使用第二抵押权，或者买入复苏基金单位。我们基金在其后6个月中增长了70%。"

2. **行业板块**

在比市场低一级的产业层面上，休斯重施故技，选定时机进入某一板块，抓住上升趋势。银行是他做得特别好的一个板块：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他曾在米德兰银行和标准渣打银行找到复苏机遇。

“M&G 基金的管理团队相信，如果米德兰银行总裁基特·麦克马洪削减成本，在该行身上取得高超业绩的机会就是实质性的。当时‘第一指导’公司和汇丰银行都向它提出了收购出价，但由于英国经济衰退影响米德兰银行的业绩，该行于 1991 年 2 月减少派发红利。于是，这只股票跌到每股 200 便士以下，而我们便加以增持，使我们持有的这只股票数目增至 1300 万股。基特·麦克马洪的离任被证明是一个转折点，并最终使汇丰银行提出了收购出价，然后劳埃德银行又介入此事，然后汇丰银行提出了更高的出价。根据 1992 年 6 月的最终出价，米德兰银行的估价为每股 471 便士。实际上我们是在经营汇丰银行购进的新股份，而且我们感到了进一步复苏的余地。米德兰的股价从收购出价时的 339 便士，到其出现赢利并最终在 1994 年 6 月我们出售这一资产前，已经涨到 10 英镑。”

“标准渣打银行在 1986 年挫败了劳埃德银行出价每股 820 便士的收购计划，但很快陷入困境。一位新董事长上任后，进行产权处理，并在 1988 年通过发行股权，以每股 400 便士的价格筹集到 3 亿英镑。英国的经济衰退打击了该银行的许多顾客，而这只股票在分派红利后于 1991 年 2 月跌至 208 便士。我们从这一时期开始买进这只股票，因为我们坚信它的远东业务价值非常高。我访问了该公司在香港、新加坡和马来西亚的营业机构，它们给我们留下深刻印象。尽管 1992 年它在印度损失了 3 亿英镑，但其基本价值仍在，并很快通过股价反映出来。我们的基金开始紧跟这一趋势出售该股，最终在 1994 年以每股 10 英镑处理完了持有的这只股票。”

虽然并非所有的投资者都会对过去 15 年中通过炒作英国银行股赚钱给予正面评价，但休斯是这样做的，因为他在 20 世纪 80 年代后期于这一行业中发现了复苏潜力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 某种股票

不管整个经济体或者是某个行业发生了什么事，总会有一些公司由于各自原因陷入困境，因此对休斯产生了吸引力。

"美国德士古石油公司曾根据《破产法》第 11 章申请保护。这种情况下，股价一定会跌到 30 美元以下。它当时正官司缠身，被宾兹石油公司就格蒂石油公司收购案一事告上法庭。美国得克萨斯州的法庭裁定德士古公司应支付 90 亿美元的损失赔偿，于是该公司股价暴跌。随后，该公司申请《破产法》第 11 章保护。股价下跌使资产全面折价，并制造出一种买进机遇。最终解决方案是赔偿 30 亿美元，而这只股票很快就复苏了。1988 年 5 月，美国金融巨子卡尔·伊坎愿意出价每股 60 美元收购我持有的这只股票。"

复苏投资过程中的周期因素激活了一种固定时间框架。在这一过程中，一项投资是否有效将会变得很清楚。从理论上说，休斯希望持有某种股票 6 年时间——两年的复苏阶段，然后随之以四年的良好成长阶段。实际上这一投资组合每年周转 35%，表明他持股平均时间是三年左右，这部分是因为那些公司买家要抢着摘取成功复苏股票的果实所致。

根据休斯独特的投资哲学，何时出售股票并不是一个需要付出许多思考的问题。他研究出一项非常清晰和简单的指导方针以引导出售过程，然后开始新一轮寻找替代品的周期。

"出售股票标志着这家公司已经取得了许多成就……他们不再被视为一家问题公司。他们是成功的，而且如今人见人爱。它成为正常周期的一部分。"

"当利润恢复到也许被称为行业平均数的水平上，而股票市场的评估也达到一般水平，然后我们就成为卖方。把上述两种因素结合起来，进一步升值的余地就很小了。"

彼得·林奇的"购物中心综合症"理论如今广为人知。投资于你了解的东西是其中主要的信息；但其中还有一个次要主题也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样重要：人人都可以利用各自的专长取得优势。这是因为，包括专业人士在内，没有人可以在挑选特定的股票方面垄断智慧。休斯，他自己本身就是一名完美的专业人士，可以在这一方面根据自己的职业生涯举出实例。

投资于你了解的东西。

“当我生活在谢非尔德时，离家大约300码有一家威克斯公司连锁店。我父亲是做建筑生意的。当我们在家周围做一些零活时，常常到那里去购买材料，而他(父亲)对这家商店的商品质量、价格和供应印象非常深刻。他认为这家商店看来经营得非常成功。那是在1982或1983年。它成为我在脑海深处偷偷记住的一件事。”

“后来，威克斯公司上市后估价很高，不适合我的基金。但是，他们后来从喜味康公司购入了一大笔资产。他们在商业周期高峰时对这家木材公司进行控股，但负债过多，最终遭到彻底失败。他们的核心业务在衰退中仍保持了增长，但木材生意却使他们不堪重负。当他们不得不重新融资以摆脱扩张过度的困境时，我由于了解他们的背景，因此看到了投资机遇。”

“在这些问题得到解决前，历时之长大大超过预计。但这家公司已将亨特分公司处理掉，其核心业务持续表现良好。我个人的一些了解使这家公司进入了我们的投资观察名单，而仅仅在数年后，当他们陷入困境时，对我而言，就出现了投资机会。”

尽管这是一桩成功的投资，但它并非所有的部分都能赚钱，这导致休斯自1996年4月开始出售这只股票。不幸的是，能够部分解释这家公司成功秘密的财务领域又在当年6月出了问题，并再次将威克斯公司直接送回“复苏企业”之列。

(二)不要赔钱

一个成功投资经理人的关键品质之一就是避免大的损失。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个重复出现的特点，可以不时观察得到。不管经理人在资产级别、地理集中、投资风格或任何其他因素方面如何千差万别，这个特点在他们身上较为突出和普遍。复苏投资是一片充满了问题企业的“地雷阵”，而其中通过支持一家失败企业赚钱的潜力也最大。休斯保持了不赔钱的纪录，而这在很大程度上是因为他的确避免了20世纪80年代后期和90年代早期的几次大灾难。

“不列颠和英联邦公司、宝鹿碧公司、卡乐罗尔公司、布伦特·沃克尔公司和麦斯威尔公司是每只复苏基金都必须注意的五大股票。但就其中每只股票而言，都没有出现可以促使事情好转的有意义的变化，也没有出现新的管理团队。你不能依靠同样一伙人使事情发生转机。惹麻烦的那个人不是引导公司走出困境的合适人选。这些企业不存在促使变化发生的催化剂，也没有把任何人踢出去。如果有问题的企业家仍然在位，我就不会支持对企业进行金融重组。”

管理层是衡量企业的一面镜子。另一面镜子则可以在公司的账目中找到。对投资者而言，一家公司在大量使用财务杠杆时出现的任何不正规的金融手段，都应是一个对其敬而远之的信号。休斯回忆起他考察新技术公司的情况，那是他回避的另一只股票。

“他们扩张得太快，而且财务杠杆过高。该公司的账目注释显示，他们达成了一项协议，出售了他们的几家债务人企业，又在两天后使这一交易逆转。尽管这家公司中有些业务还不错，但这种炫耀式的金融手法透露出一个强大的让投资者走开的信号。”

“还有一种情况，当市场股票价格只有5便士时，一家针织品公司的账面价值是每股30便士。这家企业最后也破产了。”

当被问到有没有一个选股的例子可以概括复苏型投资风格时，休斯锁定库克森公司。在1988年，库克森公司(过去叫里德实业公司)最大的业务就是生产工业原料，主要是向钢铁和电子产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业提供产品。到 1996 年，它将电子原料发展成为自身业务的一部分。库克森股票价格的起落可以用图 7－4 概括。

“库克森公司提供了一个极好的案例研究资料。我们在其股价下跌时做了一份观察报告，从而知道其中有一些具有实际价值的好业务和起死回生的机会。我在 1987、1988、1989 年整整跟踪了它三年，感觉到有些东西可能会变得特别糟糕。你可以看到，他们在被收购时要价特别高。该公司并非所有的部分都有意义，但有一些基本上是好业务，只是价格贵一点。由于这些交易为融资借债太多，加之产生不出足够的现金偿还债务，使得库克森公司财务杠杆过高，面临一次重大的衰退。但即使如此，它还有能力营造核心业务并转移其他业务，重新修复负债表。”

“在奥斯特接管这家公司后，他首先做的事情包括出售自己

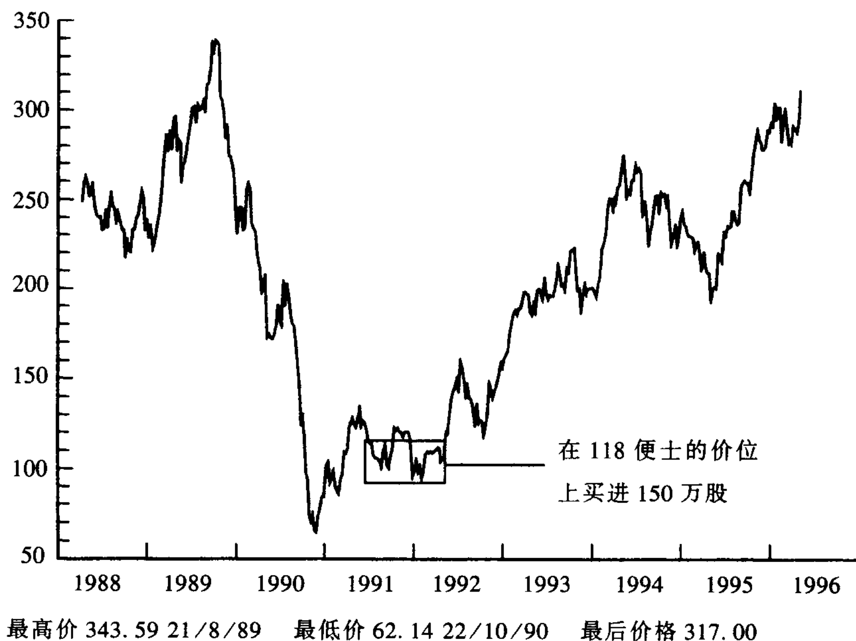


图 7－4 库克森股票价格(1988 年 2 月 29 日至 1996 年 3 月 4 日)

数据来源：数据流公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的家族企业，这显示出他是一名优秀的管理者。一旦现金危机结束，他开始制定一个更为集中的出售计划，使出价更合理。他同时使资产负债表保持平衡，并使资本转向高增长业务。”

总结休斯在德比郡和 M&G 基金工作期间的业绩，贯穿其中的三条特征是：

(1)愿意从一家公司购入大头寸

(2)集中关注小企业

(3)长期持有

对于第一点，一名普通投资者很难有所作为。但对于第二和第三点，却有许多普遍意义。至少可以这样说，小企业的管理层更有可能并更有兴趣培植股东基础。喜欢长期持有股票的投资者也可以从中学到许多东西。

“我们对一只股票的投资最多会达到 15%，那是相当集中了。对于我们这种类型的基金，这个数字是非常敏感的。如果假以时日，重仓持股将使你和投资对象的管理者相互产生出一种理解，甚至是信任。这反过来会使你受益。他们会和你协商问题，并会不愿意做你不希望他们做的事情。成为一名重要的股东和长期持有是我们投资手法的核心。”

严格地讲，休斯是一名选股者，而对其他资产种类没有兴趣。考虑到这只基金的本质，有时候他会发现更多的有吸引力的机遇，而其他时候他会觉得前景变得惨淡。他的救命法宝可能是现金。而且曾经有一些时刻，休斯大量使用现金手法。1988 年后期，他受到双重打击：英国企业并购金额达到不同寻常的高度，意味着将有大量现金被释放出来，需要重新投资。与此同时，企业业绩强劲，使新投资者大批涌入，而且现有股东也增加了投资。

“当你看到英国在经过长期经济增长后接近于衰退时，这种巨大的现金壁垒就出现了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使如此，M&G 复苏基金中的现金仓位也从未超过 7%。休斯相信，解决方案就是在其他地区寻找新的股票。

在未来的岁月中，除非某人能够废除经济周期，否则复苏型投资很可能保持原样。休斯充满信心地认为，在未来 10 年采取类似策略，仍将得到非常好的回报。

“只要你在经济周期谷底时买进，就能赚钱。我们把赌注下在管理层改变一家企业的能力方面。即使一只股票能够上涨 10 倍，但如果一切顺利，你仍然可以赚钱，尽管这只能算是部分地成功。我们失手后退出的余地还很大。

“作为一名复苏基金经理，我不想看到 20 年不间断的经济增长和稳定的政府。我希望看到大的动荡以及人们做错事。”

作为一名复苏基金经理，我希望看到大的动荡以及人们做错事。

“当工党重新上台后，英国一些私有化领域也许会有复苏投资机会。投资者很可能出现惊慌，而这些股票中有一些将会暴跌。更有意思的是，如果他们(工党)引入各种形式的控制方法，将对这些行业产生实际和量化的影响，可能会使投资者反应过度，从而使价格降低到经济变化准许的最低水平以下。如果他们(工党政府)规定水费上限，而且股价跌得过多，我就有可能成为买主。”

M&G 复苏基金是英国单位信托基金当中许多伟大的成功故事之一。不仅是因为它始终保持在标普米高柏评选的四类基金的第一类当中——这是一项令人叹为观止的长期成就，而且是因为股东们同样也得到图 7-5 中所示的那种不同寻常的资产价值增长。

如果还需要有进一步的证据证明复苏投资的优点，这种业绩应该可以为其盖棺定论了吧。每一名投资者都需要采用一种他们认为舒服的投资风格，否则结果将令人失望。但任何一名遵循休

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

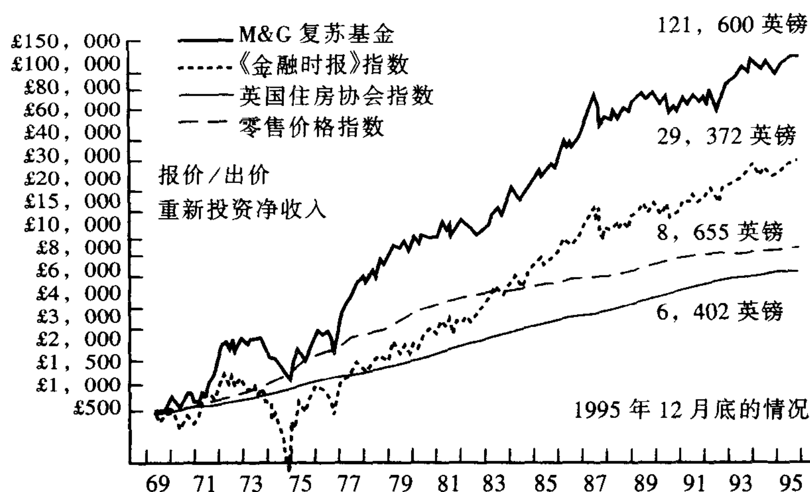


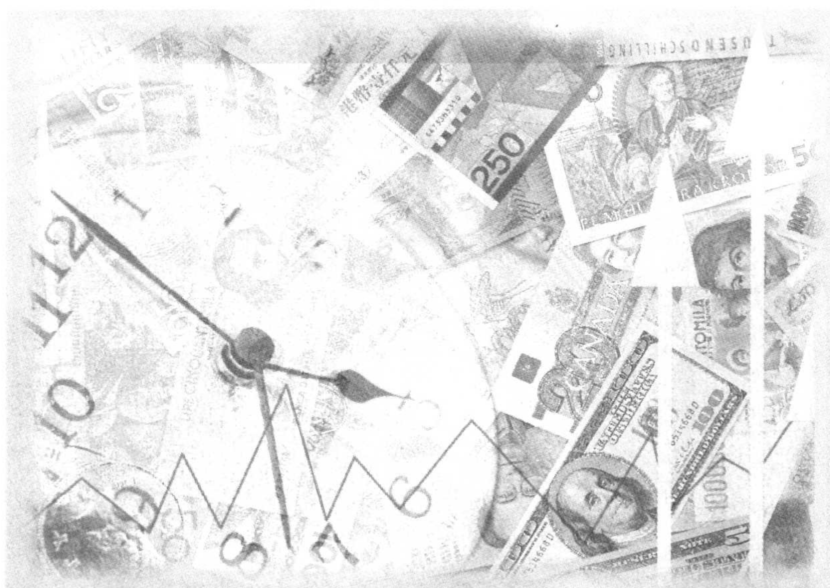
图 7-5　M&G 基金业绩与指数对比

来源：M&G 基金

斯所讲述的复苏型投资手法的人，以及那些以类似的投入精神和坚韧风格追求业绩的人，都应该能够做得很好。如果那样做不成功，那么还可以加入很可能将由休斯继续掌管多年的 M&G 复苏基金。

我们并非在此讨论大型投资。M&G 复苏基金仅适合那些有少量多余资金并符合个人持股计划条件的人。在 1995 年 12 月 31 日前的 15 年内，每个月在复苏基金投资仅 40 英镑的人，其 7200 英镑的投资将变成 2.7 万英镑的价值。小储户应当考虑一下这件事。这个事实说明，及早抓住一家拥有类似于 M&G 复苏基金的高超长期业绩和像理查德·休斯这种手法稳重的经理人的投资机构，将是多么具有先见之明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 以回避热门股票著称
* “基金管理行业中距离超人最近的人物” 《星期日电讯报》
* 总是能为阿盖尔/塞夫韦公司、英国广播公司和英国铁路局等蓝筹客户战胜大盘指数——并且是以实质性差额超出！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

莱昂纳德·利希特：灵活性就是一切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观察人们如何选择职业总是很有意思的，而观察他们如何成为所选行业中的明星则更有趣。利希特宣称，他进入投资行业是由于“缺乏选择”，但稍加了解，你就会发现他的身上具有一种根源于幼年时代的赚钱动机。利希特从 7 岁起就开始集邮，最擅长集英国邮票。他当时就已经显露出认别特殊价值的天赋，这一点成为他日后投资经理人生涯的标志。

“我总在物色特殊的邮票，也购入各种普通邮票。除了我，别人不能理解其中的价值。然后，当越来越多的人认识到这一价值时，他们的兴趣就抬高了邮票价格，因此我得以从中赚到相对较多的一笔钱。当集邮者认识到稀缺规律时，邮票的价格可以上升到 50 英镑，甚至 100 英镑——这在 1970 年就是很大一笔钱了。”

在上述故事中，用“股票”这个词替换邮票，你就已经理解了利希特成功之道的一半：他在别人之前发现特殊价值。利希特小时候做得最好的一件生意就是发现了一些面值 5 到 25 便士、带有颠倒水纹的邮票。他从邮局买了好几版这种邮票，并在同一天以每张 12 英镑的价格拆单卖给交易商。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1963 年，当利希特准备进入投资界时，沃伯格集团看来是个明显的选择。

“我想，这可能是由于我有德国犹太人的背景。我的父母是难民，并在战争中失去了所有财产。沃伯格并不是天堂，但它比起其他就业选择来，更有一种回家的感觉。”

利希特没有任何正式的专业背景，而今专业背景却是避免用人单位将你的履历表扔进废纸篓的必要条件。对于那些坚信要取得成功必须从最底层做起、一步步沿着阶梯向上爬的人，利希特的例子为他们点燃了希望之火。你找不到比他的第一份工作——办事员——更低的起始岗位了。在这个职位上，除了看着别人怎么做事外，绝对没有权力做任何事情。在许多方面，他的机遇简直是上天恩赐。由于没有任何指导或限制，利希特可以自由地经历并从他自己的经验中总结教训。在沃伯格企业哲学的鼓励下，他开始尝试经营个人的投资组合。

“沃伯格的投资部门真的非常业余。我做的是非常低级的工作——填写往来电文的卡片，它们使我感到乏味，所以我就读一读上面的内容，这样就有趣多了。进公司后不久，我就开始为自己买卖股票。沃伯格热衷于使员工通过赔钱认识到投资的艰难。当然，现在时代已经不同了。但我承认，那是一个很好的学习过程。”

“我的第一项投资是沃伯格 1963 年 9 月左右销售的一只新股票。我祖母给了我 400 英镑作为启动资金。我被告知，沃伯格发行的新股票永远不会失败。股票发行公司是一家煤炭交易商。我尝到了甜头，因为这只股票的确升值了。我立即兑现，迅速获得利润。”

利希特的业绩纪录显示，他持有的这只股票是伦威克－威尔顿和多布森公司。他于 1963 年 9 月 15 日花了 157 英镑 10 先令买进这只股票，后于同年 11 月 15 日出售，从中获得 14 英镑 4 先令 3 便士的利润。换言之，利希利初试身手，就在两个月时间内获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得了近10%的利润，更准确地说，相当于58%的年净利：这是一个成效显著的开端。但接下来的交易并非都很成功，但就净值而言，利希特的个人投资组合呈现出稳定的迂回式增长。不过，他当时的投资策略仅仅是像一名投资代理商一样迅速转手。

大约五年后，利希特最终获准经营公司客户的小额理财项目。有人从某种角度考虑，认为这是因为他的老板们渐渐明白他的进步有多快，并决定是时候开发一位浪费在仆人式劳动上的天才了。

“在那个时候，绝大多数银行的投资部门都是二、三流的，而它们的许多职员是不合格的。那里没有做投资生意的观念，而绝大多数人对替客户赚钱或甚至替自己赚钱都不是特别感兴趣。一开始，我得到了8个私人客户。他们都是要求很高的人，因此没有其他同事接受他们的委托。这其实就是我得到他们的原因，但我只是后来才发现这一点。他们很随意，但你必须定时打电话给他们。他们是所在领域的专家，而当时我才24岁，需要反复思考才能下决定。但我替他们干得不错。当时，这是一项相当没有什么成规的业务，所以我得以充分发挥自己的才能。”

随后，利希特不断取得优于同行的业绩。他的策略是在客户的户头里以超过平均水平的频率更换股票。这种初期的做法与他日后的投资风格形成鲜明对照。他后来渐渐悟出了一个被许多投资者所忽略的道理，那就是长期持有强势股票的重要性。

“投资场上的大赢家是那些持股时间较长的人。我最初是赚了些钱，但是，对于绝大多数股票而言，如果我持有它们的时间再长一些，我本来还能赚得更多。曼彻斯特大运河公司是我们以每股1英镑买入的一只股票，在两年后以2英镑的价格出售。当时其利润增长出了点问题，后来这一问题被证明是暂时的。10年后，它以每股30英镑的价格被收购。”

沃伯格－水星资产管理公司成为英国投资管理领域巨头的过程与利希特蒸蒸日上的业绩密不可分，但他从未公开以功臣自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大赢家是那些持股时间较长的人。

居。他说，自己只是碰巧遇到这个机会。但是，当然并不只是碰巧——远非如此。该公司的成就在于其基金的业绩，而其中大部分基金是利希特在20世纪70年代管理过的。在他的领导下，这些基金建立起许多长久的业务关系，加倍信守对股东的承诺，同时还吸引了新顾客，并启动了一个堪称经典的良性成长周期。

1972年，利希特担任了平生第一个像样的职位，受命管理一只名为廷德尔·阿尔斯特的单位信托基金，规模非常小。

“廷德尔基金的来历要从布里斯托尔的一群卫理公会派教徒说起，它也是沃伯格最老和最大的客户之一。它资产规模很小，只有大约50万英镑。但在我管理下，它的规模却在18个月中翻了一番。我们这只基金持有大量莱克斯公司的股票。我确信莱克斯是汽车销售扩张时代惟一一家士气高昂、管理良好的修车企业集团。我对这只股票使用的是财务杠杆手法。”

关于利希特的事迹，有一个大事年表可供参考。在这张表上，作为他成功之道的各个投资主题构成了一块用了20多年时间才形成的马赛克拼图。其中每个主题不折不扣的都是特殊时期的产物。年纪轻轻便加入投资行业的利希特看到许多人在这一行业中的表现反复无常，但他却始终坚持一些持久的投资真理，并一次次利用它们为客户赚钱。

资产价值

利希特发现的第一条投资真理就是将资产增值看作是实际基本价值的一种长期和可靠的指标。

“这一点是我在20世纪70年代总结出来的。1974年是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分水岭。它是一部伟大的调整机器。当时沃伯格公司没有犯出售股票、购入黄金然后不再返回股市的错误，但其他公司却是这么做的。当时我们没有恐慌。接下来，1975 年的到来成为长达 20 年的股市上涨期的开端。这就是资产折价真正开始起作用的时候。惟一的问题就是价格到底能下跌多少。一只在大街上值 10 英镑的股票在股市上也许用 2 英镑或 5 英镑就可以买下。”

“零售业集团拥有完全脱离其股票价格的和有价值的不动产，而房地产公司的地产和市场资本是分开的——这些都是易于理解的拥有基础资产的股票。因此，我们在那些日子里做得最成功的一些投资都发生在零售商身上。例如，我们得以用相当于实际资产价值一小部分的价钱购入零售商伯顿集团的股票。”

“伯顿集团是一个家族企业，因此没有人认为其股票价值会在有朝一日得以实现；但我却相信它的股东投票权结构将不得不在某个阶段发生变化。我们的客户主要是养老金基金，他们欠有长期债务。对他们而言，在某个实质性折价水平上持有资产是很有意义的一件事，因为价值最终会得到实现。”

商业手段比金融估值更重要

第二条真理就是要戴上一顶商人的帽子，看一看上市股票的市场价值和这家企业本身的固有价值之间是否存在漏洞百出的差距。

“在企业界，并购是人人都在做的事情，而且英国的并购法规又是如此简易。我并非只是在发现某些企业——我只是在观察股市时做一名普通商人所做的事情。我的方法是使用别人也许是在收购整个公司时采用的基本手段买进股票。你要看的是企业价值，而不是市场上某只股票的价格。”

“20 年来，投资界流行的赚钱手法就是发现有操作漏洞的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产，并在企业并购方面做文章。20 世纪 60 年代的英国钢压延工厂是一个早期的此类例子。这家企业为英国汽车公司制造钢板。我认为，当时没有其他任何一家世界级的汽车公司会向他们要求提供服务，因为这些公司都有自己的钢压延工厂。所以，你不需要非常高的天分就可以知道，在某一阶段，英国汽车公司将不得不收购它。而他们的确是这么做的。”

当 1965 年 9 月英国汽车公司做出收购这家工厂的举动时，此事除了利希特之外，基本上没人认为是不可避免的。于是他从持有时间不到 15 个月的一份头寸中取得超过 60% 的利润。

“这听起来也许有些自命不凡，但回过头来看，我当时试着要做的就是像一名实业家而不是一名基金经理那样去思考。”

回避热门股票

从为沃伯格－水星资产管理公司工作开始，利希特在投资风格和客户理财服务方面都表现出一种非常特殊的行为方式。

“随着 20 世纪 70 年代市场的发展，我渐渐地懂得了一个相当浅显的道理：回避热门股票。当时，我喜欢进入别人几乎都不感兴趣的投资领域。这些领域不是投机性的生意，因而被人忽视。20 年前，这种股票很多。这要放在如今，就好比计算机业内人士发现了别人不关注的软件新领域。对他们而言，就是利用明显的机会赚上一大笔钱，但对于绝大多数人来说却不明显。”

利希特的许多做法并不新颖，尽管如此，他却经常会成为首先采取某种新做法的那一种人。新做法与老方法最令人瞩目的差别就是结果。利希特独辟蹊径的分析方法使他的股票投资组合与绝大多数同类经理人的投资组合截然不同。

“比如，我的投资组合中不会有考陶尔兹有限公司。这类蓝筹股将被取代。我持有的零售业股票不是马莎公司，而是伯顿集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团。马莎公司做得非常好，但与伯顿相比还是差一点。一般人都不能理解我的投资组合。”

从 1963 年至 1995 年，利希特积极的投资活动有一个经久不衰的普遍主题：他总是远离那些人人都在天天谈论、家喻户晓的股票，同时花时间寻找别人没有调查过的公司。

“我从不喜欢流行的蓝筹股。我永远也不会忘记的一次投资损失发生在‘剑桥派伊’公司(电子消费产品企业先驱之一)身上。这是一只事实上的蓝筹股，它在被飞利浦公司收购的那个时期非常热门。我从自己的交易活动中察觉到，许多投资损失都发生在为人熟知的公司身上，而这正是我形成自己的长期投资手法的由来。也就是说，在选股时不随大流。我遭受最严重的一次损失发生在帝国化学公司身上，它的股价在不到三周时间内下跌了近 10%。与此形成对照的是，当时还是一家小型货车运输企业的怀尔斯集团——后来发展为汉森公司，为我带来了巨大回报。当我购入一只新股票时，我就会剔除许多蓝筹股。它们将让位于那些不同寻常的股票。”

由于利希特所负责的账户在结构上比较特殊，他的业绩要比其他许多经理人更难捉摸。他曾这样说：“与股指相联系的投资方法其实是一种逃避。如果你不能战胜指数，就不应该呆在投资行当里。”在沃伯格－水星资产管理公司工作时，他领导的专家小组曾定下回报率超过金融时报指数 2 个百分点的目标，但实际上在四五年内，他们超过那一基准 4～5 个百分点。20 年的这种增值业绩积累成一些非常醒目的数字，使利希特置身于能在 20 多年中一直保持高水平回报率的极少数专业人士之列。

英国《星期日邮报》曾援引一名保险精算师的话，如此评价这一纪录：

> 1976 至 1986 年间……在这 10 年中，他的基金有 8 年处于前四分之一最佳基金之列。他的基金常常居于首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位。他的纪录令人叹为观止。(1992 年 11 月 1 日)

以英国广播公司为例，它是利希特在近 20 年中业绩最佳时期的客户。1974 年，利希特开始为英国广播公司理财时，投资额资产不足 700 万英镑。尽管后来只有很少的资本继续投入这个账户，但它在利希特在任期间，增长到 7 亿多英镑。英国广播公司在此期间还雇用了其他许多经理人，并委派内部监督人员同时跟踪六七名表现上乘的经理人。在这些人里，利希特总是雷打不动地处在首位。

英国铁路公司也曾委托利希特为它管理一个大型投资组合。它在 1981 年至 1991 年间每年都能击败金融时报股票指数，平均每年超过 3.35 个百分点。同期他的基金平均回报率达到 23%，这相对于任何指数而言，都是世界级的表现了。英国铁路养老金信托公司首席执行官戴维·亚当斯说："不论从何种标准说，这种连续 11 年战胜指数的回报纪录都是极其了不起的。莱昂纳德·利希特年复一年地击败市场指数，并保持了 11 年，而且常常是以很大的差额超出。他的才能、判断力以及为了证实自己的判断而愿意大举购入选中的股票的精神，是这一真正突出的长期优异表现当中的关键因素。"

如果你和利希特的客户们交谈，他们都会对他的业绩以个人品质赞不绝口。塞夫韦公司的控股公司——阿盖尔集团副董事长戴维·韦伯斯特这样评价他："我向莱昂纳多·利希特致以最崇高的敬意。他的风格是独一无二的。他对整个市场有精妙的全局性看法。他是一名极具天赋的选股者。他做对的事情比做错的事情多得多。他为塞夫韦养老金基金管理的一只小型特殊形势基金取得了突出成就，在三年时间内在同类基金中处于前 1%。他管理的更大一些的基金在两年期平均年回报率方面也处于前 1%。"

所有这些成就不是偶尔通过经营一两只投资信托就显露出来的。在其巅峰时期，利希特以个人名义负责 70 亿英镑的投资业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务。以英国总人口而论，就是人均130英镑。拥有如此大量的高超业绩，的确非常突出。甚至于与之竞争的投资经理们也将他形容为“行于水上的人”。

《星期日电讯报》称赞利希特：“基金管理行业中最接近于超人的家伙。”

《星期日邮报》说他是“伦敦金融城拥有惟一接近于超级明星的人”。

重仓持有特殊股票

利希特取得突出成就的主要原因在于他拥有坚强的意志，并能在绝大多数基金经理人认为不舒服的地方坚持自己的决定。“我的哲学是对一些公司下大赌注，特别是那些没有其他人喜欢的公司。”这些股票在绝对意义上都成为他的重仓持股，而且他持有的股份比例相当大。为了准确地说明问题，表8-1列出他拥有较大比例股份的企业。其中一些是在困难时期跌倒的知名企业，其他的则是更为神秘的小企业。值得注意的是，利希特在其中许多企业被收购后出售股份，从而获得利润。

> 我的哲学是对一些公司下大赌注，特别是那些没有其他人喜欢的公司。

这种勇于下大赌注的信念在利希特投资哲学中十分明显，难怪《每日快报》在1987年5月能够毫不费力地列举出不下18家利希特持股15%以上的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8－1　利希特持有股份较多的一些公司

公司名称	经营业务	持有股份%	结果
巴勒姆集团	出版	15	被 IBC 公司收购
英国联合商店公司	零售	15	被纳克斯特公司收购
德贝纳姆公司	商场	4	被伯顿集团收购
舰队不动产公司	《快报》系列	8	被联合新闻公司收购
福塞科·明塞普公司	特种化工	6	被伯麦·卡斯特尔公司收购
“真正有用”公司	出版安德鲁·劳埃德·韦伯的戏剧和音乐作品	12	私有化

行业权重

上述策略还产生出一种效果特别好的变种形式，那就是直接对一个特定的行业配置高权重。有一个例子说明了他如何以这种方法改变投资组合的平衡。那是在 1984～1985 年，当时利希特账面资金中的 20% 投入零售业，而整个市场对零售业的平均投资水平只有 5%。这种高权重的手法被证明是明智之举，1986 年零售业股票涨势强劲，领先大盘。正是在这一时期，J. 赫普沃斯公司发展成为纳克斯特公司，而零售商面对消费水平普遍增长的趋势，变得更为积极进取。乐观的心理因素加上经济的进一步增长，推动了零售利润上涨。而且该行业中出现的现实主义风气也促使出现高额回报。通货膨胀也起到帮助作用，并促使零售业地产升值。也就是说，零售业同时在利润和资产方面具有积极的升值趋势。

当然，只有在你选对股票时，使用超常比例的大投资下赌注才会是一个好策略——否则就只是下策。幸运的是，依靠其本能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和判断，利希特一次次证明了他知道如何最好地下赌注。因此下一个问题必然就是："他如何做成这件其他人很少能够做到的事？"

要理解这一点，最好从认识利希特投资方向的集中性说起：他的确非常集中。他也许会说，他不得不集中投资，是因为生性懒惰——这听起来好像是一种将恶习变为美德的好方法。如果你只想拥有真正起作用并能使你的投资组合得以改观的几只股票，你可以毫不顾虑地全力以赴确保这些股票正常发展。而且，如果你集中投资，你就有可能比别的投资经理人更懂得这些股票，这样你就可以增大成功的几率。

朗·布赖尔利爵士在过去 30 年中采用了一种类似的投资手法，并且成绩卓著。但不同的是，在他的例子中，他将这一投资哲学更向前推进一步，常常以买下整个公司而告终，但利希特总是会分别人一杯羹。这种思考方式与美国投资大师沃伦·巴菲特有异曲同工之妙。巴菲特价值数十亿美元的伯克希尔·哈撒韦公司总是在一小群投资对象周围徘徊——它们占据了伯克希尔·哈撒韦公司资产的 90%——巴菲特拥有的资产品种不会多于一个资本只有 5 万英镑的最简单的英国个人持股计划账户分散化投资组合。

利希特对于被低估资产的问题谈了很多看法，但他仅将确认价值偏差作为第一步，更多的是以此作为一种达到目的的手段，而不是一个独立的决策。被低估的资产需要一个合适的环境以证明投资的合理性。因此，要找出利希特投资业绩突出的原因，就意味着要将其整体投资手法分成几个问题，拆开分析。这些问题都以被低估资产的背景作为核心条件。我们找到了以下几个问题：

(一)私有化

利希特感觉到，政府在企业私有化过程中的定价常常不准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确，因为他们不理解资产如何被估值或一旦这些资产脱离政府控制将如何使之创造出业绩。这种想法使利希特成为 AB 港口公司的大买主。后者拥有很强的基础资产。他同时注资于供水公用事业公司。当这些企业的管理层开始以业主而不是官僚的身份去思考问题后，企业就得到改进，利希特也因此获利。

(二)长期持有胜利者

这一点前文已经提到过，但其中的含义太重要了，以至于需要反复强调。利希特曾将持有股票比作贮藏优质葡萄酒，越久越好。当然，关键之处在于，你应该持有你的“胜利者”股票，并在没有重大变故的情况下始终和他们在一起。他有一次曾说到：“如果你找到了一只你信任的股票，你就应该准备好持续支持它，然后等上三到五年。”

(三)人人都会犯错误——因此要迅速减少损失

利希特并不一个随波逐流的人——尽管，偶尔他也会违反一下原则。他持有的丘比特·廷德尔公司的股票突出地反映了他如何应付不利形势。总体而言，利希特对自己的能力非常谦虚。他一直持有这样的观点，认为他所作决定中的 30% ~40% 是错误的，而且，更可能是 40%。所以，如果股价直线下降，那就是很重要的一条信息。甚至是一名消息灵通的人也很少比市场知道得更多。如果别人都在脱手，那一般就是脱手股票的时候了。他有一句被记录下来的话是这样说的：

“重要的就是要及时承认错误并出售股票……当一只股票表现很差时，通常都是有理由的，而这总是一个很好的警告信号。”

(四)借助产业优势

当利希特在一个领域作长期投资时，就说明他相信那是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国拥有相对优势的地方。由于利希特很少走出英国，他总是关注英国经济的强弱之处，并总能根据他认为英国在经济周期中所处的位置做出细微的调整。针对英国国内的情况，他很清楚地向投资者指明了应当如何利用英国的相对产业优势。

当一只股票表现很差时，通常都是有理由的，而这总是一个很好的警告信号。

“找出我们国家擅长做的事情——零售、饮料和制药产业——然后在这些领域里投资。还可以把基金管理加进这一行列。与欧洲大陆的竞争对手相比，这个行业在英国已经高度专业化，并且非常成功。因此，当你看到海外企业试图获取英国在这一领域的专长时，就一点也不会奇怪。”

“如果你想要做工程股票，一般而言，你要到德国去；做消费电子产品，就去日本；做高科技企业，就去美国。”

(五)关注无效益资产

利希特属于这样一种思想流派，即认为任何一家资产充足却业绩糟糕的公司不会持续地处于这种状态。但有个重要的条件必须予以重视：这里说的资产不一定是固定资产，比如工厂、地产、设备或者是货币资产的大量有形部分。这一定义可以包括一些特定的无形资产。这种投资哲学的例子在实践中非常充分，但其中最为成功的一些可以追溯到 20 世纪 80 年代中期。利希特充满深情地描述了他以这种方式对伯顿集团进行投资的事迹：

任何一家资产充足却业绩糟糕的公司不会持续地处于这种状态。

“伯顿集团拥有数量巨大的资产。不管它的董事会想做些什么，或整个公司将被收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购，反正总会设法使资产产生效益。在这种情况下，我们的投资就一定不会失败。根据这种非常简单的想法，我们也将一些资金投入弗雷泽之家公司。”

结果，伯顿集团重整旗鼓，其股价也相应地好转。在弗雷泽之家的例子里，这家公司最终被收购。这两项投资的结果是一样的：利希特和他的客户赚了很多钱。

(六)投资于好人

利希特喜欢仔细观察投资对象企业管理者的性格。这听起来可能有些过时，但也是一种传统共识。利希特考察管理者品性的方法是与时俱进的。如果投资对象企业的董事长结过三次或四次婚，他并不感到这与他有什么相干，但他的确希望这位董事长能够对自己的个人决定保持冷静。出于类似的想法，他也有意识地试图回避那些高层管理人员患有自大症的企业，或者是那些存在生活方式过度奢侈迹象的企业。

正如他在谈及自己的一个早期投资决定时所说的那样：他倾向于支持由好人经营的公司。

“许多不是那么好的人从一开始就是有缺陷的，在困难来临时垮得也更快。我们曾经投资于戴维·劳埃德的公司，这是因为我通过与他谈论网球中心的规划问题而了解到他的想法。结果这是一项非常好的投资。当维特布瑞德公司买下这家公司时，我们在其中还持有很大的资产。”

(七)投资于专注、有激情和诚实的人

“必须定期地与投资对象的管理人员会面。我们希望他们到我们的办公室来谈，而不是我们去他们的办公室谈。这种一对一或二对一的交谈很有益处。必须与他们定期会面。这说明，为什么长期投资总是最好的。因此，你要非常固定地与他们见面。在许多年中，保持一年见面二三次或四次。从中，你可以看出变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的迹象——当然这就是我们所要的东西。你可以知道他们所说的事情是在发生恶化还是得到改善。”

“有一点不容忽视：经营大公司的只是极少的一些人。在那里，两三个人就能做出所有的决定。企业高层人员应该具有激情，尤其是在小公司里。如果他们是大股东的话，这将是非常有益的。我不喜欢公司里的大喷泉、公司专机或不寻常的生活方式以及这一类的董事会成员。这是一条永恒的真理。我并不要求经营者对他们的公司作出101%的投人。我认为100%已经足够！大体上，人们应该献身于他们的事业，他们应该过一种相对枯燥的个人生活，而不应该在任何形式上表现得不同寻常。这就是说，过犹不及。”

(八)小的就是好的

利希特支持这样一种观点，这就是从长期看，小公司股票将击败大公司股票。他对此身体力行。这是他选股技巧的支柱之一。但到了1996年，利希特也许正在重新思考他的这一理念，至少是某些方面需要反思。

> 在长期，小公司股票将击败大公司股票。

“基本上说，当经济处于非萧条期时，小公司总比大公司表现好。这话不错。但一些新的因素正在使我们平衡对大、小公司的看法。小公司在低利率情况下应该表现较好，因为这时经济出现增长，银行也不会试着要消灭他们。这是对的。但目前在某些领域，规模优势出现了加剧增长。超市行业就是一个规模优势容易被人忽视的领域。那里绝对只会有三或四家大企业，而且很显然(小企业)没有进入这一市场的机会；在这一行业中，新公司不论自身愿不愿意，都无法获得场地建筑许可证，但这样一来纯粹的规模问题被掩盖了。在英国，超市领域四大巨头的垄断地位尚未完全形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成。”

“由于其令人赞叹的效率和进入新领域的能力，我认为这些大型超市仍然可以进一步提高利润。我认为出售报纸和图书是大型超市可以取得很大成功的最新领域，这将夺走导致传统零售商史密斯公司的业务。我一向不看好这家公司，大型超市将接管它的这项业务，并也将占领文具销售市场。虽然很少有人意识到，但加油站的业务也正在被大型超市接管。”

“如果你观察一下英国各大超市集团，就会发现它们都拥有很优秀的经营者。比如 ASDA 的阿奇・诺曼。他真的令人难以置信，我认为像他这样的人屈指可数。虽然人们总是低估这家英国超市的实力，然而诺曼最终将在全球脱颖而出，进入一流经理人之列。”

“超级市场领域的这一现象主要发生在英国。随着这一行业的效率继续快速提高，四家巨头中的三家正在打破常规，并使老牌零售商史密斯公司和伍尔沃斯公司面临困境。这两家公司在未来十年中将会发现日子相当难过，因为大型超市将占据越来越多的行业空间，而且也许将成为购物行业的中心。”

“如果英国的超市集团能够成功地将这种经营方式推广到欧洲大陆——我认为那个地方目前的超市行业很差——欧洲大陆超市行业的利润将在未来几年内出现戏剧性的高增长，而且我不相信这一市场会饱和。这是一个对质量管理要求极高的领域。因此，在某些领域，大的才是美丽的。”

“同时，在某些领域，计算机技术只能被大公司使用。甚至连人们通常不值一提的建材供应行业也在进行转型，进入摩登时代。阿什特德公司可以告诉你，采用内部控制系统，将提高厂房租赁等基础产业的利润率。但绝大多数人还没认识到这一点。保险业是另一个大公司占优势的领域，它也将实现高度计算机化，从而成为另一个‘大而美’的行业。但许多人认为，制药行业不会出现这种现象。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“然而，制药行业的确在发生变化。众所周知，这一行业正在发生兼并，而且你也可以看到美国银行业正在出现兼并热潮。在这个方面，我想到了更深的一层。也许我们英国的银行也需要兼并，因为时至今日，英国的银行仍然有进一步降低成本的空间。规模大可以在提高效率方面展现其美丽的一面。”

利希特有一个小小的“旁门左道”，它在投资学上的意义非常独特，并且远离过去占统治地位、目前仍然很大程度上继续盛行于伦敦金融城的正统投资哲学。如同他的一贯作为，利希特这种走旁门的冒险活动获利颇丰。的确，空壳公司转型造成的机遇吸引了一批最优秀的投资人才，利希特便是其中之一。他也是最早认识到其中投资潜力的人之一。由于小公司上市过程中的价值和当时的税收条例，企业的损失也可以被投资者利用。他早在1969年就参与堤坝·大桥和橡胶公司的交易活动。这个空壳公司的故事日后成为他投资风格的一个标志，甚至在他所管理的基金增长到空壳交易只能吸引其投资组合一小部分的时候，也是如此。

“我理解每股赢利和小企业的特性。我是在调查不动产企业如何向橡胶和茶叶行业渗透时开始做这种交易的。其中一些交易非常好，而且是在任何时候都能赚钱的机会。当时有一家小公司名叫汉尼法·锡兰茶叶和橡胶公司，我以每股85便士的低价购入它的股票。这家公司借壳上市后变成了哈尔西恩投资公司——一家地产公司。随着10对1拆股的发生，这只股票的价格后来升值为1英镑，并仅仅在18个月中就产生了相当于最初投资12倍的回报。其他的例子还有纳拉库塔·卡拉马公司，它借壳上市后变成托马斯·乔丹和巴加湾不动产公司。如今，空壳公司仍然有价值，但专业人士太多了，你再也无法像以前那样赚钱了。”

当被问及如何描述自身投资风格时，利希特反应很快也很精确：“灵活性”。观察他的各种投资主张如何转化为行动的最佳方法就是从利希特的投资史中举出实际应用的例子。幸运的是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可供选择的例子很多。

“我购入了肯辛顿酒店的股票，后来它在从酒店业转向货运业的最早阶段变成了士瑞克保全公司。以包裹运输的角度衡量，当时没有多少人认为士瑞克将会发展成如此巨大的企业。此事发生在士瑞克购买‘手机网’公司的股票之前。通过这笔交易，我们获得了20倍的利润。”

“我在费伦蒂公司破产前从它身上赚了很多钱，但从未被其问题所累。费伦蒂事实上是一家皮包公司，也就是奥费克斯公司的前身。它的交易量很高，但资本化程度却是零，价销比之低，令人难以置信，而且简直令人失笑。它的资本化程度是零，但生意仍然做得很大。”

这表明，利希利在谈论赚钱方法时也会偷偷流露出一种纯机会主义的成分。他总是显示出看准主要机会的眼力，并从不让僵化的思想模式阻止其获取利润的机会。以下几个例子显示了其投资手法的这一面。

“财务杠杆是我很早就学会的手段。做这种空手套白狼的游戏是快速赚大钱的一种方法。在皇家汇兑保险公司发行一种股票时，我可以申请2万英镑的名义股份，尽管我实际上一分钱也没有。但股价仅下跌了100英镑后，生意就做成了，我因此在持有这只股票一天之内每股赚得58英镑。城镇和商业地产公司发行了一种面额100英镑、息率为6.75%的可转让债券，于1990年1月到期。你可以在三周内购买它的溢价，仅有3英镑。在它未达到债券发行总量要求前，你在小范围内就可以用14英镑出售溢价。”

有人说，利希特最终离开工作了28年的沃伯格－水星基金管理公司，是他最明智的投资决策之一。这是一个从表面看来出人意料的举动，也是一件令金融界极为怀疑并大加批评的事情。尽管这可能会很合理地被归类为一种职业赌博，甚至对于一个有胆量下大赌注的人来说也是这样，但利希特毫不为此担心。他加入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丘比特·廷德尔公司两年半后，该公司被德意志商业银行以他加盟时四倍的估价收购。丘比特·廷德尔公司的创始人和董事长约翰·达菲尔德有理由被人认为是谈成了一笔皆大欢喜的交易。由于这家公司继续兴旺发达，这对买家而言也是件好交易。利希特是使丘比特·廷德尔公司成为对德意志商业银行有吸引力的收购资产的主要因素之一。达菲尔德和利希特证明了那些怀疑论者是错误的。

利希特给人印象最深的一点就是享受生活，并具有丰富的幽默感。搞投资必须乐在其中。他离开沃伯格－水星基金管理公司一事的出名之处不在于事件本身，而在于他在那里做了那么长时间。利希特需要一定的自由空间以发挥自己的才能。沃伯格－水星基金管理公司十分明智地理解这一点，并给予他在机构中比别人更多的发挥空间。即使如此，利希特越来越感到，他正在逐渐离开自己最喜欢做的东西：选股。通过转入丘比特·廷德尔公司，他重新获得了发挥个人才能的灵活度，在那里他可以集中关注公司，而不是调整或重新思考别人的工作。

在过去大约 7 年中，占据利希特头脑的一个最新投资主题可以被大致地描述为“利用政府的愚蠢”。到 1996 年，这一主题多多少少已在英国被使用殆尽，但由于私有化的浪潮在全球许多具有前瞻性思维的国家暗流涌动，这一手法有可能在其他地方得到复制。



占据利希特头脑的一个最新投资主题可以被大致地描述为“利用政府的愚蠢”。



“在英国，我们刚刚结束了一个可以通过私有化赚大钱的时代。这是最近发生的一个经过思考而获得巨大成功的过程。绝大多数人不理解政府在做什么或他们为什么必须这么做。在沃伯格－水星基金管理公司时，我们拥有大量供水企业的股票，而在丘比特·廷德尔公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司时，我们积聚了大量的电力股票，并为这个领域设置了很高的权重。投资大众并不理解这里的利润潜力，所以一开始就错过了。绝大多数政府通常并不理解关于钱的一些事情，认为这一类东西没有什么区别，所以他们放弃了电力公司。你现在就可以看到实际价值的出现。”

“对我来说，这一投资主题来自于 AB 港口公司。我们买入了 AB 港口公司 18% 的股份。你无法轻易地建造港口，但如果你控制了其中绝大多数股份并能引进更好的管理，同时阻止工会的发展，就将开始赚钱。在私有化以前，整个英国港口行业的工会化程度很高。现在则是工会化程度下降的开端。AB 港口公司的管理层在为政府服务时，不能自由而有效地经营这一业务。他们在私有化时请进凯斯·斯图亚特。他是一个杰出人物，所做的事都很成功；同时他们也拥有可以运作的资产。他们在南安普敦的一处地产价值连城。”

“从政府手中赚钱，道路不止一条。政府不断做出没有对其结果进行深思熟虑的决定，从而为私营部门的一些人创造了价值——换句话说，这是愚蠢的。”

“英国机场管理公司是一个类似的故事。对我们来说，它是政府的一件礼物。如果你拥有一个国家所有的机场并形成垄断，而且能使之保持效率，这种垄断总是可爱的。我们不打欧洲海底隧道的主意，因为做这个生意要比机场困难得多。政府们在理解价值方面存在盲目性，事实上，他们的顾问也是如此。英国政府本可以雇用那些对股市和价值了如指掌的人，但他们没有这么做。他们雇用的是眼睛只盯着收费的人，而那就是他们感兴趣的事物的全部。”

“我将考虑铁路私有化问题，如果它出现私有化并且是以明智的方式进行的，将可以为股东们提供类似的投资空间。如果经营得当，我们就可能有机会通过英国铁路机构赚大钱。”

像许多业绩一流的投资经理人一样，利希特深深地迷恋股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。而在这个领域中，他寻找特殊证券的投资风格具有更大的施展空间。他过去曾经特别关注英国的债券市场。尽管英国经济出现了结构性的变化，并可能出现有利于债券持有者的反弹，但他仍然对此持有疑虑。

“我认为债券一无是处，或者说在英国就是如此。比方说，如果我身在德国，我就不会为此发愁，因为在那里，货币神圣不可侵犯，而通货膨胀是德国央行的主要敌人。债券成立的目的纯粹就是为了控制通货膨胀。因此，你在那里会选择投资债券，因为它们绝大多数时候将创造出真正的回报。在英国，大体上，由于货币疲软加上多次通货膨胀——尽管目前通货膨胀显然仍在潜伏之中，但也不应等闲视之——因此，我认为投资组合中不必持有债券。”

“目前，英国的情况发生了一些变化，通货膨胀再也不是以前意义上的威胁。但不幸的是，英国货币在可以预见的将来仍可能持续疲软。从本性上说，我认为债券彻底令人乏味。政府总是可以改变债券的规则。因此，我不喜欢债券。我认为它们是浪费时间。”

他有更多的时间考虑其他的资产类别。

“我最喜欢风险资本，我曾担任水星风险投资发展基金的主席。在风险投资领域，由于银行等其他机构提供了许多资本，因此如果做法得当，投资者将创造出数倍于资本的财富。如果不得当，你仅仅会失去别人的资本。我觉得那样很棒。”

“这和 15 年前英国地产市场的情况十分相似，可以无本生利。因此，一时间，房地产公司人满为患，但它们大多管理不善。我也曾担任水星房地产业务的董事长，但当我涉足房地产领域时，条件却不是我所需要的。这种受益于巨额通货膨胀的生意显然已经不是最好的行业。房地产需要出现短缺和政府的介入，因此它不是很有意思。现在可以说是死鱼一只。当然，当新政党上台时，房地产还可以复苏。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展现更远的未来，利希特正在思考一个问题：过去20年中的经验教训能否对未来20年具有同样的适用性？这也许要求他集中于自己的核心强项——灵活性。

> 我的主要思想就是：灵活性就是一切。

“我认为英国是个增长相当低的地区，因此，巨大的异常现象和巨大的利润势头不太可能出现在这里。但是，如果你观察到——我正在做这项工作——非常明显的一个现象，就会发现企业会非常固定地消亡。如果你以20、40和60年为期观察不同产业的组成，极少有企业在形式上和过去一样，因此挑战随时都有。很明显，我们在未来20年中将处于巨大的计算机革命当中，将会出现彻底变化。我现在所说的就是，各种股票和企业类型在整体上将会神奇地获得成功，而投资者应当不断转换投资领域。”

“这暗示着一个人必须不断改变投资风格。目前英国没有什么可以利用的资产。我的主要思想就是：灵活性就是一切。我认为，作为一名投资者，你必须能够非常戏剧化地进行转变，你必须应对你认为将要发生的一切。我看到，一个新政府上台后，将戏剧性地从正面或负面改变事物。政府在一两个领域的影响，可以完全改变你对投资的认识。如果这个政府加剧绝望而且事实上做着他们说过不会做的事情，比如大规模地激励住房市场——尽管我认为他们没有能力那么做——那么你就必须做出改变。如果住房业从某种程度而言是一个投资优先领域，相关股价将会翻两倍、三倍甚至四倍。你必须在任何时候都能适应新的情况。”

“一个国家的优势地位难以持久。你必须准备好在非常固定的基础上从一个非常成功的领域向另一个转移。显然，环太平洋地区目前是增长最快的地区，他们拥有最大的优势。他们的优势在于拥有受教育程度较高的人口；能被激励；不贪婪——当然他们以后会慢慢变得贪婪起来。总之，你在今后10~20年中将不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到他们失败。这一点再明显不过。而且，增长由一个国家向另一个转移，从日本到韩国，再到越南。这一趋势并非极其明显，但却显然很真实。”

“这意味着你应将全球投资中的大部分放在环太平洋地区，仅此为止。我们丘比特·廷德尔公司的平衡基金为环太平洋地区配置了双倍权重。我对此非常高兴，而这是普遍的常识。而且我认为这些国家的政治背景也许应被忽略。在民主建设方面，他们并不采取西方的思维模式，但这又怎么样呢？他们做得很好。这些国家在未来20年中将成为占垄断地位的投资领域，我们这些国家将变得越来越边缘化。但我不介意这一点，因为我们有自己的强项。”

利希特同时认为，就有意义的投资机遇而言，英国比一般个人或专业投资者所认为的那样更具有投资潜力。

你应将全球投资中的大部分放在环太平洋地区。

“我认为我们英国人总是低估我们所具有的相当大的创新性。我们创造出了许多伟大的行业：制药业就是其中获得巨大成功的一个例子。我们的技术并不像许多人所说的那样落后。我们显然比我们在欧洲大陆的竞争者更具有创业精神。中欧地区在很多方面是落后的。比起欧洲大陆的竞争者，我们拥有一个优势，那就是他们会被社会成本所累，而我们真正掌握了应对方法。经过工业革命的英国工业效率很高，甚至我可以说，现在仍是有竞争力的。”

这些话对于具体的投资计划而言意味着什么呢？利希特是这样解释的：

“媒体行业是英国的一个强项。英国人懂得如何从媒体活动中获取巨大利润。电视和电脑化出版是英国所擅长的领域。我认为这些产业将会继续取得很大的成功。卡尔顿电信公司是一家聪明的公司。英国人在理解因特网如何成为一个有吸引力的商业领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域方面要胜过欧洲其他民族，尽管网络技术革命的速度意味着失败的公司将比成功的多。”

“英国的一个主要劣势就是整体教育水平低。离开学校的绝大多数人没有得到足够的教育。我认为这是我国最大的单项发展障碍。英国其他的成功领域包括处于复兴中的工程业和正在发展中的特殊化学品企业。你在最近一些新发行的股票中可以看到这类企业。克里奇利公司属于出口主导和高度机动的企业，能制造出人们想要的东西。它拥有一桩具备专有技术的电缆小市场生意，并制造一系列电缆配件产品。”

利希特在坚持长期在英国发展的同时，也同意关于在海外存在着其他非常有吸引力的投资机遇的看法。而问题只是他不愿意说出明确的行动时间表，尤其是在欧洲大陆这样一个地方。在那里，抵制改变的巨大力量仍反映在商业、文化和政治中，并以各种各样的面孔出现。

“我永远也没有精力打破欧洲大陆的投资壁垒。我知道它终有一天将被打破，但我没有这个精力。尽管壁垒太多了，但我认为欧洲大陆仍是实现价值投资的终极领域。在那里，每个国家看来都具有巨大的机会，但是由于个人和公司税，以及‘股东是最后一位而不是第一位’的欧洲大陆式思维(盎格鲁－萨克逊世界则相反)，这将需要一段时间。你不能等上一百年。如果等到你的孙子辈长大成人时，资产形势还是和现在一样，则一点意义也没有。”

“关于这一点，有两个明显的例子。我在沃伯格－水星基金管理公司工作时曾经持有瑞士霍尔维斯纸业集团的股票。它基本上是缺乏良好管理的一组资产。它是做纸张产品的，拥有全球性的需求。他们只是不能创造足够大的利润。它管理不善的程度令人诧异(然后顺理成章地成为一场收购游戏的中心)。另一个例子是瑞士罗氏制药公司，它在过去五年内被公认为管理不善，并仍然处在这种类别的企业当中。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是什么原因使一位成功的投资经理人区别于一名业绩水平一般且略低于指数的普通经理人？利希特认为关键在于态度。态度是能力和动力的功能——尽管它在管理资金时不能造成很大区别，但如上文所述，人生最大的败笔就是做人人皆做的事情。在最好的情况下，随大流仅能使人保持中庸水平而已。

“真的，赚钱是一项并不令人愉快的事业。沃伯格－水星基金管理公司之所以走下坡路，是因为雇佣了太多类似公立学校毕业生的人，他们没有天赋并彼此都太相像。采取常规或枯燥的手法是无法赚到钱的。你必须不断地寻找新机会，随波逐流只是愚蠢的代名词。你必须比别人了解得更多，并发现别人不能发现的事物。那才能使结果变得不同。知识就是上帝。为了得到这种知识，你必须全身心投人，并愿意比其他人更勤劳地工作。”

“你要热爱自己的工作，而且除了科学知识，还必须拥有更多的技术。如今，人人都对科学懂得一些，计算机数据库向每个人敞开。因此，你需要用与众不同的理念展望未来，并以与众不同的方式观察形势。”

如今，整整一代经理人和分析师都是伴随着由电脑屏幕和由复杂程序控制的思想和战略而成长起来的，这些人将会认为利希特的许多投资思想令人沮丧。但是，如果观察一下他们在 10 年或 20 年中是如何积累业绩的——假定他们中任何一个人都能在这个行业中生存那么久——在绝大多数情况下，他们的业绩必将远远落后于莱昂纳德·利希特。利希特理解“价值”一词最完整的意义，并形成了一种独特的投资风格，只要市场还在被作投资决定的人所控制，这种风格就将保持下去并得以发扬光大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 拥有成长型投资秘诀的终极价值经理。
* 荣获《星期日邮报》、《资本杂志》和《资本观察家》等报刊颁发的多项大奖。
* 极少有人能够利用投资信托和股权证赚钱，但他就是一个。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

科林·麦克莱恩：在正确的价位增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你发现有一家叫做“苏格兰价值管理”的公司，你应该不费什么力气就能向潜在的投资者阐明它的投资哲学。由该公司经营的各只基金无一不体现着它们的经理人科林·麦克莱恩的核心投资风格——价值。他掌管的第一个实体叫做苏格兰价值信托。此后是股权证和价值信托，以及低估价值信托。这些名称使人对这些基金的性质一目了然：价值是它们自始至终的主题。

熟悉麦克莱恩背景的人不会对他形成这种投资风格感到意外。在自立门户前，他曾受业于传奇式的全球投资大师约翰·坦普尔顿爵士，并在恩师的培养下成为坦普尔顿欧洲基金的总经理。在更早的时候，麦克莱恩还曾在詹姆斯·普法夫领导的 FS 保险公司管理团队中磨炼本领。作为麦克莱恩投资生涯的起点，这是一个在纪律和规模上都不亚于任何其他同类机构的地方。

“我先在格拉斯哥大学主修经济学和统计学，后来在一家人寿保险公司当保险精算学徒。我就业后的最初几年一直从事统计工作。那是在电子时代以前的事，当时保险精算学徒是被当作计算器使用的！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，这一早期经历却带来了某些事与愿违的结果。现在，当你和科林·麦克莱恩谈论价值时，你很快就能意识到，他并不是那种擅长破译数字的统计能手，而是一名真正的投资者。他深入思考关于价值的一切因素。对于潜在的投资，他不是简单地找到数字比率，而是进行更为细致和广泛的评估。FS保险公司詹姆斯·普法夫曾经提倡过的投资手法对他有很大影响，即注重上市公司是否拥有强大的管理层、产品的独特性和成长的趋势。

“我的价值投资方法与美国传统的加拉罕和多德式投资法不一样。它的典型做法是以资产和数据为基础，但我认为这种方法在英国进行操作的可靠性要低得多。价值投资者多种多样，从专门利用资产折价进行投资的最底层人士，到那些只购买他们所认为的估价稍低的优秀公司的专业投资家。我在很大程度上支持那些试图首先确认购买对象是否是一家好公司的人。我们的绝大多数投资都是我们认为存在内在增长、但估价不高于市场平均值的股票。用目前美国人下的定义来说，就是我们试图在正确的价位上购买这种增长，或是在正确的价位上投资于优秀的公司而不是一概买进廉价的东西。”

我们试图在正确的价位上购买这种增长。

“在评估投资时，我们不会过分关注每股赢利，因为它可以很轻易地因趋势而发生扭曲。许多变化可以预示每股赢利的提高，但并不一定表示这只股票在成长方面可以持续，或者表示这家公司的专卖业务获得实际成长。这些变化包括利息成本、现金利率、成本削减、利润扩展或收购等一些因素。英国机场管理公司就是我这里所指的成长中的专卖业务。比如说，我们知道，这家公司下属各机场的客流量每年增长7%。”

麦克莱恩向客户提供的促销材料清楚地说明了他是如何进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的。

> 苏格兰价值管理公司投资策略的关键在于：根据上市公司长期赢利能力和红利派发能力，通过分析基本价值确认“低估”股票。这种策略认为，股市运动经常比这些公司本身的“真实”价值变动更大，也更快。被夸大的市场情绪波动意味着在市场价格和内在价值之间总会存在背离。
>
> 苏格兰价值管理公司通过财务方面的细化分析评估实际价值——确认上市公司的实际增长趋势，并排除任何不稳定的利润来源，如会计处理和利润过度扩张等。它集中关注自由现金流动和风险的降低。

尽管麦克莱恩将自己称作是一名价值投资者，但你越是深入研究他对于价值的定义，就越会感觉到这不是一个非常契合第一代价值论门徒的定义。麦克莱恩将一些变量融进传统的投资理论，以教条主义者所不认同的方式扩展价值计算方法。对成长需求的关注指引他脱离所谓正统的“价值论”。这也正是麦克莱恩得以领先于大多数投资者的最重要原因。T. 罗韦·普赖斯也许有理由宣称麦克莱恩属于他的阵营，但在现实中，一名不偏不倚的观察家将会裁定麦克莱恩介于传统和叛逆的投资理论学派之间。

经麦克莱恩修正的价值定义被证明是其股东的福音。他管理的每一只投资工具都令人瞩目地取得了数倍于金融时报指数的业绩。他的另一项成就也同样令人叹服，那就是他在各种资产类别中都取得了高额投资回报，包括全球证券、投资信托和股权证。表 9－1 是麦克莱恩卓越业绩的一个例子。

如果将麦克莱恩管理的各只基金归人相应的类别中，成绩将更为突出。苏格兰价值管理超级成长基金的业绩单独拿出来看也非常不错。它与英国其他人寿保险经纪人基金相比十分突出。苏格兰价值管理基金在从 1991 年 11 月成立后的四年中，业绩在 391

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-1 苏格兰价值管理基金的业绩纪录(自成立之日起到 1995 年 12 月 31 日)

	相对倍数	
	金融时报股票指数	金融时报投资信托指数
苏格兰价值信托	无	2.2
股权证和价值信托	无	1.2
低估资产信托	1.4	无
苏格兰价值管理超级成长基金	2.9	无
苏格兰价值英国成长基金	3.5	无

种基金中名列第一，而且它给予股东的回报是排名第二的那只基金的两倍。根据《离岸基金指南》的统计，新成立的苏格兰价值欧洲成长基金在 1994 年其第一个营业年中就在 82 种基金中名列榜首。

这种高超业绩是麦克莱恩早期表现的一种自然延续。在坦普尔顿公司，他是发起坦普尔顿新兴市场基金的团队成员之一。这件事被无可争议地认为是投资信托史上最为成功的范例之一。当时他所经营的坦普尔顿全球成长基金，在 1988 年晚期至 1990 年早期以较大幅度超过相关基准——摩根·斯坦利国际资本指数。

上述业绩也是他更早的时候在 FS 保险公司任期内卓越表现的一种继续。在他管理下，FS 隔离基金在 1979 年至 1984 年间每年都击败威利斯·费伯基金指数。FS 养老金管理基金则从 1984 年 2 月成立至 1985 年 9 月麦克莱恩调任别的工作前实现业绩翻倍。相比之下，同期金融时报指数只增长了 40%。

因此，麦克莱恩或他管理的基金获得过无数荣誉便不足为怪。它们包括：

(1)《苏格兰商业内部情况》1990 年度苏格兰投资家称号。

(2)《货币观察家》1992 年英国总体最佳投资信托

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称号。

(3)标普米高柏公司 1993 年度投资信托金融行业最佳基金称号。

(4)《离岸基金指南》1994 年度欧洲最佳基金称号。

(5)《货币杂志》1985 年年度单位信托基金经理人称号。

(6)《星期日邮报》1995 年最佳业绩投资信托和三年内个人持股计划最佳单位投资信托称号。

《星期日苏格兰人报》干脆称他为“财神先生”。数年前，苏格兰价值信托获准加入英国个人持股计划，这对于英国个人投资者而言是一个好消息。根据研究机构艾伦布里奇集团的统计，这只信托是近三年英国个人持股计划体系中业绩最好的一只基金。

要学习麦克莱恩的投资经验，关键在于了解其投资观点的细节。他的投资评估方法具有很强的逻辑性，构成了他每一项投资决定的基础。

实际单位增长最重要

“我尽量不从每股赢利的角度评估上市公司，而是首先从营业额和顾客的角度评估一个企业的实际专营业务及其可持续性。我会观察它的营业额是否出现每股实际增长，以及在任何一次并购发生后它的实际专营业务和实际顾客基础是否在每股基础上出现有形增长。比如，用这种方法观察英国机场管理公司，就会发现它的营业额在增长。深究下去，还会发现他们有形客流量的年增长约为 4%。如果发现实际增长，就找到了一家成长型企业。然后，事情就很简单，只要评估一下这家企业盈利的可持续性就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行了。”

为了具体说明这一策略，麦克莱恩列举出了几个例子：

我尽量不从每股赢利的角度评估上市公司。

“我非常倾向于认为，如果上市公司的盈利低于市场和行业平均数，风险就很小，而当盈利大大高于市场平均值时，风险就很大。所以投资于卢卡斯公司这类企业风险就小一些，而且我希望它的盈利能从7%上升至8%，而不是投资于BTR或西贝公司一类的企业并希望它们的盈利从14%增长到16%。对不同的行业而言，盈利水平是不一样的。关键在于观察行业平均数。在英国公共汽车行业中，人们可以投资于盈利约为18%的‘驿站马车’公司，或者是盈利将近15%的GRT公司及其母公司‘第一汽车’公司，以及盈利为9.5%的巴杰线公司。另一个选择是‘继续前进’公司，其盈利约为11%。根据对这一行业前景的观察，我认为这些企业的管理层不是以15%为盈利目标，就是等着被收购。因此，我认为这一行业的投资风险较小。”

跟踪现金，回避债务

在评估了利润增长的可持续性后，麦克莱恩便进入了仔细观察资产负债表的阶段。此时，他又再次“歪曲”传统价值理论。如果你思考一下麦克莱恩倡导的投资法，就会得出一个结论：尽管这种方法的基本前提相对于传统价值理论是不合格的，但它实际上是价值投资基本方法的一种另类混合版本，更适合用来对当前经济环境中各个成功行业进行组合投资，而且最契合20世纪90年代业绩最好的上市公司的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们的投资方法还有一个特征，就是在评估公司资本结构时极少墨守成规。一般来说，根据价值投资法，人们首先会评估一家公司是否拥有一个好的专卖网络和稳固的顾客基础以及它是否真正增长，然后再确定一下它的债务数额或现金净值是否需要加减。但许多投资分析人士采用的是另一种计算方法。他们不会加上整个现金数值或减去所有的债务数额，而是将利息收入或债务成本从每股赢利中扣除，然后再用一个系数调整每股赢利。这两种计算方法的结果截然不同，对于财务杠杆很高或拥有许多现金的公司而言尤其如此。我们去年就发现一些基金管理公司拥有相当大数量的现金。当丘比特·廷德尔公司被收购后，其市场资本的四分之一都是现金。”

“有一些欠下大量债务的公司，比如珠宝零售商西格尼蒂克公司，其实是有价值的。的确，以任何现有的方式评估，你都可以说这只普通股(西格尼蒂克公司)正在亏损，并将无限期地持续亏损下去。但如果暂且不论其资本结构如何，而是评估它所产生的营业额总值，便可以看到，这家企业应该是有一定价值的，而且超过其股票表面价值。”

“有时候，对于一家财务杠杆很高或拥有大量现金的公司来说，如果只从每股赢利的角度进行评估，最终将可能得出错误的结论。我们看问题的方式和那些公司收购商相似。当他们进行收购时，要么剔除现金，要么去掉债务。他们更感兴趣的是购买营业收入而不是关注收购前的每股赢利。我们看待事物的方式更像工业或贸易行业的公司收购者，而不像一般投资者。”

综上所述，麦克莱恩认为，如果企业营业状况良好，即使财务杠杆高一些也没问题。同时，如果一家企业的市场资本加上债务或减去现金后是适度的，也会存在价值。

盘点一下在苏格兰价值管理公司各个投资组合中多次出现的重仓股，便可看到上述理论在实践中的运用。截至 1995 年 12 月，该公司持有的重仓股包括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ASDA 公司——食品零售行业的复苏案例

苏格兰皇家银行——非银行业务增多的英国银行集团

凯恩能源公司——在远东拥有广泛储备的小型石油公司

戴特朗科技公司——在欧洲迅速发展的计算机内存升级销售商

亨利斯公司——巴士和其他公交车辆的制造商

当麦克莱恩谈论他的各项投资时，尽管分析极其深入，但从不过多地讨论数字问题。不论对方如何试图把话题集中在分析过程上，他总有办法回到那些他认为对一名投资者能否赚钱起关键作用的话题上去。他认为，不管做长线投资还是短线投资，道理都一样；只有分析过程不同。与那些仍然只会使用量化分析的经理人相比，麦克莱恩重视企业的营业情况以及经营者的能力，这是他的优势所在。

最终要看管理人员的能力和品德

“我乐于见到上市公司采取一些内部控制措施。对于资本总额在 1 亿英镑以下的企业，我乐于见到其董事会中至少有一名成员有曾在另一家资本总额相当或更大的公司里当过董事的经验。那会给予这个人如何应对问题的经验。所有的公司都会在某些时候遇到问题，其结果不是一名高级行政人员被解职，就是失去一个大客户，或者就是对投资者做出错误的解释。因此，我乐于见到，一家企业在面临困难时能有一个人发出警告，或者有人可以依靠。而且这个人有一定的声望。”

“在一些公司里，董事长和高级行政人员职责不分，我们将其归类为董事会虚弱的公司，并将避开它们。在这类公司里，如果高级行政人员试图掩饰问题，没有人能站出来反对他。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理者是否对自己的公司有信心

"对于小公司，我同样也会重视管理者的行为方式，包括他们的前进动力是什么，以及他们是否和我们一样通过公司的成长和股票的业绩而得到绝大部分收益。一些经理人只会观察公司董事会成员购进本公司股票还是售出股票，而我和他们不同。我认为，对这个问题需要进行更加深入细致的分析。在某些时期，董事会成员们被禁止买卖本公司股票。一些董事比另一些有钱；董事中有年纪大的，也有年纪轻的。我认为关键在于，一家公司的高级行政人员是否在本公司以外还有其他利益，其个人财富中是否有很大一部分与本公司紧密相连。"



关键在于，一家公司的高级行政人员是否在本公司以外还有其他利益。



"公司管理者的行为问题并不能简单地说成是数量大小的问题。我记得有一家很大的公司，其董事长在本公司有 300 万英镑的投资。但是，他年纪很大，而且投资数额比他在过去几年中的工资和红利要少得多。这个人在公司以外有许多利益。因此，我不会认为这 300 万英镑的投资足以成为他管理公司的特殊动力。我们还可以举出拉特纳公司董事长杰拉德·拉特纳的事例。他在本公司只有很少的个人投资。有时候，你可以看到这种现象：经过长期的家族式管理，董事们也许在他们所经营的公司中只持有很少的个人风险资产。这种缺少经济利益关系的状况令人担忧。"

"有时候，尤其是在小公司里，管理人员持有很大股份，这也许是通过发行债券使他们很少的一笔现金放大而来。这种人与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些确实在一家价值5000万英镑的大公司中持有20%股份的人有很大区别。至今仍有这样一些管理人员，他们只是将2万英镑(其中大部分是债务或是挪用他人的钱)投入到本公司里。你也许会发现，到了公司上市的时候，他们将从中取得比他们投入更多的净利润。此后，和那种在自己的公司里持有大量风险资本的人相比，这类人的行为就会很不一样。"

"同时，你还必须注意，企业管理者是否曾经做过股票买卖或正在做其他事情。对于他们的行为，必须收集一整套各类信息。比如行政人员的收入问题。大街上的任何一个普通人都有理由看不起一份微薄的薪水。有时候这会造成实际问题：这要么是经营性的问题，比如企业领导层报酬偏低；要么就是金融性问题，比如退休金中隐含的问题。如果企业高层人士也愿意和股东一样获取长期收益，我将感到很舒服。"

麦克莱恩制订投资决策的根据并不仅仅在于企业董事们对其自身投资的态度，而且还在于他们对以全体股东名义经营的业务所知多少。对此，他制定了几种测试方法，并发现它们对于判断公司管理层的优劣非常有用。

"我遇到过一些企业管理者，他们似乎对本公司的股价懂得很多，甚于关心他们的产品价格。的确，有一些董事长有时候会因设定主打产品的价格而头疼不已，但却知道当天上午的股票价格。在另一方面，从技术上说，看上去对生意懂得很多的管理层很容易给人留下深刻印象；人们也很容易被他们表面上对行业技术细节的了解所打动。一家在1993年倒闭的公司，曾经雇用了一个人。他曾作了一次精彩的发言，大谈他们公司建筑分公司的业务，和他们如何通过在莫斯科建造标准建筑来抵御经济萧条，以及诸如此类的东西。我对建筑业知之甚少，对标准单元房则一无所知，因此我无法证实在莫斯科发生的一切。到了那一天的最后时刻，关于在俄罗斯赢利的说法被证实是虚构的。在与我们会面时，这家公司的管理者无法回答我提出的财务问题。所以我决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不予投资。要核实企业管理者所说的话，主要是要退后一步并花多一点时间观察数据。你必须让账目和资产负债表说话，然后对股市定价是否正确做出自己的计算。”

上述分析过程为麦克莱恩接下来进行基本分析作了绝好的铺垫。基本分析是麦克莱恩投资方法的基石，但他的基本分析仍然与众不同。他并不过多看重市盈率、汇率和每股收益等许多基金经理人会首先考虑的一些指标。他更为留意企业在定额销售增长、营业利润以及所用资本利润率等指标上的细微差别。15 年寻找投资真理的经历使他相信，任何简单的比率、捷径甚至复杂的公式都不能使人修成投资正果。相反，他关注的是一些投资主题，以期发现能够产生出高额回报的投资。

1. 某一公司或产业的暂时评估失误

麦克莱恩希望能找到这样一类公司：它们的基本条件很好，但因一些暂时的原因造成股价暴跌。在这一领域，真正具有冷门投资理念的麦克莱恩列举了伦敦劳埃德保险市场上的一些企业为例。例如，在他所投资的 CLM 保险公司，可以折价购买与市场指数有联系的资产。而且，1994 和 1995 年英国保险业的良好表现使人几乎不用花费多少投资就能获利。

麦克莱恩同时也特别提到英国公用事业电缆公司。它拥有专业服务技术，但由于市场过分担心一旦英国电缆市场饱和，将没有电缆业务可做，因此它的估价较低。实际上，这家公司还拥有其他技术，并已经在公共事业行业中站稳脚跟，而且还向欧洲大陆市场扩展业务。

2. 股东和管理者的关系

这两个重要群体的各自利益存在共同点还是存在潜在的冲突？什么对管理人员更重要——目前的收入还是长期的股票价值？有意思的是，一旦企业的经理们增加购买本公司的股票，他们的薪水一般也将加快增长。

“我记得，有一次英国造酒公司的管理人员访问我们的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司。他们当时正在抵制吉尼斯公司的收购，并谈论着公司变革的潜力。我们当时向来访的三名该公司董事指出，坐在他们对面的这帮相当年轻的投资经理实际拥有的英国造酒公司股票加起来要比他们多。这种对比是很有趣的。”

3. 并购候选企业

我们在这里所说的是人人都爱谈论的一个投资主题，但除了投机，很少有人真正懂得如何能通过企业并购赚钱。企业收购者很少怀有单纯的目的。收购者的真正动力或在某个特殊时期引发收购计划的因素并不总是很明显。

麦克莱恩并没有把时间用在猜测汤普金斯公司可能购买的下一个目标上。相反，他集中地考虑某个产业领域发生变化后的逻辑性结果，并作出结论。在这个方面，他一如既往地试着将自己摆在一名实业家的位置上，正如为一件特殊的财产估价一样。各个产业都要经历合并风潮。麦克莱恩早年买过的一只股票叫做“玻璃和金属”公司。当1977年左右建筑行业发生并购风潮时，它摇身一变，成了一家建材企业。在利用这一投资主题时，麦克莱恩第一步是要确定哪些行业存在不可避免的经济趋势。接着是筛选潜在的买主，并确认那些有可能被抢购的公司。这需要不同的技巧。这时，麦克莱恩将试着找到具有某些独特能力的公司。这种能力正是某个大一些的买家所需要的，并会因此一次性买下这家公司。他认为，在某些特殊行业中，一些主要企业由于规模相对较小并具有战略意义，迟早将被收购。因此，麦克莱恩成了德夫尼什公司的股东。1993年，博丁顿公司试图收购这家公司但没有成功，但德夫尼什公司最终还是被格里诺尔公司吃掉了。德夫尼什公司拥有一些地点很好的酒馆。对于在英国酿酒业和酒馆业重组风波当中寻找规模合适的收购对象的大企业而言，这总是具有吸引力的。

当麦克莱恩还在FS保险公司工作时，就已经掌握了关于并购的投资主题。当时他的投资组合在1984年9月30日持有24家公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的股票。到当年年底，其中有三家被人高价收购。其他的企业，如帝国烟草公司和赌场集团帕雷苏马公司，后来也陆续被兼并。

在某些特殊行业中，一些主要企业由于规模相对较小并具有战略意义，迟早将被收购。

4. 被错误理解的公司

这是麦克莱恩不断寻找的一种投资机遇。由于大多数投资机构的忽略，像他这样不担心最终选错投资对象的人得以抓住这个机遇。

"在最近一年多时间里，我们在 ASDA 公司的投资几乎扩大了一倍。人们正逐渐醒悟到这家公司其实是食品零售业的巨头。事实上，不管人们当时怎么想，这家公司从未比同类公司差多少。问题在于，当时人们仅认为它市场资本小，并根据股市上的表面现象作判断，却没有通过营业额和利润提高潜力发现这家公司的专业经营能力。"

"英国造酒公司是另一个经典案例。你到伦敦西区去走一走，就会发现它的 6 个品牌各自都有独立的总部，而且这些分公司的管理人员完全独立工作。它们所有的现金都与地产价值紧密相连。该公司的董事会在经营方面没有重点，而且看来没能很好地控制全局。我曾向他们指出，既然该公司的莱根法尔林牌麦芽酒利润不高，何不加大推销力度，并提高这种高档产品的价格？我还问他们为何不在纯麦芽酒或麦芽、威士忌和杜松子混合酒方面寻求商机。但他们却不知如何回答。"

成长的价值所在

1994 年 12 月，麦克莱恩在日内瓦举行的一次国际投资者会议上作了发言，系统地概括了自己的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我关心所用资本收益远甚于关心股票回报率，而且关心营业额实际增长甚于关心每股收益。

我认为，有必要将一种更广的价值投资观视为投资行规——我将解释这是什么意思。价值投资者认为，评估公司的基本价值才是有意义的事情，而股评则大可忽略。然后才是买进那些被公共舆论低估的股票。这种估价方式的出发点是将每个公司当作一项业务来评估——并要尽可能地忽视资本结构的影响。

这种分析法将收集所有现成的信息。我关心所用资本收益远甚于关心股票回报率，而且关心营业额实际增长甚于关心每股收益。这种分析的关键在于公司的实际销售增长、经营额整体利润的稳定性和再投资回报率的一致性。毫不奇怪，大量发行股票的公司、通过收购获得增长的公司以及没有真正固定顾客基础的公司，都不会从我的分析中得到好的评价。

自始至终，我的目的就是将暂时的事物——临时性税收节减或者不可持续的利润增长——与经常性核心收益分隔开来。后者代表了决定这项业务基本价值的存在基础。然后，再用债务净值或现金盈余调整价值。值得一提的是，虽然这种基本价值评估法没有一定之规，但它的确是比在英语国家股市盛行的市盈率估价法好得多的价值指标。在英国，尽管财会标准得到了改进，市盈率还是可以被人为操纵的——尤其是那些擅长于收购的公司。

麦克莱恩取得成功的秘诀之一在于风险管理运作方式。观察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何苏格兰价值管理公司的任何一个投资组合，都会发现有一些特征非常显著。首先，投资集中程度相当高；其次，其中最大持有资产的仓位不断上升。在这两个方面，麦克莱恩的做法与正统投资理论相左，并且在实际上与投资行业中盛行的投资组合方式背道而驰。麦克莱恩认为，目前普遍采用的分散投资策略没有什么用处。在他心目中，以这样的方式减少风险最可能导致的结果就是使投资回报率从普通降至微薄。麦克莱恩反其道而行之，并创造了一种截然不同的投资风格。他的这种思维方式在表面上好像风险很大，但却以选择投资风险较小的投资而告终。

“我不相信仅仅通过分散投资就能减少风险。在充分了解的前提下集中投资，同样可以降低风险。因此，我经常从我越来越了解的公司身上赢利。当一些股票的最初表现与期望不符时，勇于坚持自己的信念是非常重要的。许多表现好的公司都是那些在一段时期内被人忽视的公司。20 世纪 70 年代，我曾持有 EMAP 出版公司的股票。它当时被视为是一家非常小的出版商，但它在杂志领域却是非常大的公司。这样一只小股票，当初在我的投资组合中的仓位竟然达到 3%。它的确在近 20 年的时间内一直业绩卓著，只是在公众影响力方面不及一些大的报业集团而已。克里斯蒂国际公司的市盈率是 5，但利润率却几近 10%。萨奇－萨奇公司在某一阶段情况与之类似。这些股票当时都被人忽视，而我们却买了很多。”

苏格兰价值管理公司的另一大特色表现在投资策略的消极方面——避险。麦克莱恩善于挑选赢家，同样擅长避开输家。有时候后者尤为重要。如果将失败者拒于投资组合之外，那么就可以确保取得优胜业绩。你仅仅只要坚持回避不良股票，就将最终处于领先地位。麦克莱恩非常重视这种做法，并认为



在充分了解的前提下集中投资，同样可以降低风险。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苏格兰价值管理公司之所以能够取得成功，在很大程度上要归功于这一点。1994 年，苏格兰价值管理公司避开了当年发行的 10 只最差股票。他同时买进当年 10 只最佳股票中的 3 只。但他当年取得优异业绩的最主要原因还是在于坚决不买垃圾股。在这方面，麦克莱恩发现了许多任何人都可以观察到的几个危险信号，它们能够提醒投资者远离最致命的投资诱惑。



如果你可以将失败者拒于投资组合外，那么就可以确保取得优胜业绩。



“企业试图稀释股东利益代表着一个清晰的信号：管理者更看重他们将要收购的企业，而不是现有的企业。实际上，许多著名的不良企业都倾向于发行大量股票。与之形成对照的是，在英国，几乎所有的巨额个人财富要么是通过私有公司聚集起来的，要么就是属于那些牢牢控制股份的企业创始人。”

“人们经常会犯的另一个错误就是不能认清企业的利润增长动力。不久前，英国报纸行业出现过这样一个现象：《电讯报》出版公司在经济萧条时却呈现利润增长并显得能够防御萧条，但实际上，这家公司不断增长的利润在很大程度上是由表面价格上涨或实物销售下降造成的。当时我认为，这家公司的主打报纸《每日电讯报》是一项正在衰退的销售业务，其竞争优势正在消失。一般说来，产品的实物销售数量不会变得很快，即使是在萧条期也是如此。在绝大多数行业里，这一数量也许仅会下跌 3%，而我们主要看到的是利润或储量的变化。但在行情涨落当中，利润变化可能相当迅速，定价也会随之发生剧变。在上述例子中，英国的报纸行业几乎一夜之间爆发了一场价格战，影响了日报和星期日报纸，使平均股价下跌三分之一。这说明，对投资者而言，不以可持续方式取得增长的行业可能存在危险。我不认为这种行业无法不断抬升价格，但在较短的时期内却不可能做到，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此具有欺骗性。”

上述所有事例中有一点非常清楚：苏格兰价值管理公司不太使用宏观的全盘分析或自上而下的资产配置法。它采用的是关注具体细节而且有些另类的分析方法，自下而上地寻找某种股票在某一时期的价值。在这方面，有一些非常突出的成功事例。麦克莱恩的这种思考过程往往在他描述自己喜欢的一只股票时体现出来。

“20 世纪 70 年代晚期，我发现了‘给我拍照’国际公司(这家公司经营着英国所有拍摄护照和身份证照片的照相亭)。我持有这只股票达 15 年之久，是一个很好的投资实例。它是整个 20 世纪 80 年代英国业绩最好的股票之一。但在那段时期，这家公司从未发行新股。它实现了机构扩张，而且赚取了很多现金。但是，我从没见到关于这家公司的股评报告。也许这是因为它处于一个完全属于自己的市场中，不存在行业竞争。尽管人们每天都要走过它的照相亭，但并不引人瞩目。然而，它是一家非常突出的成功企业，在很长一段时期内保持着 20% 以上的增长率。”

投资于投资信托

苏格兰价值管理公司在投资构成方面还有一个特别之处：它拥有一只完全投资于投资信托的基金。这是一个大多数投资经理人都加以回避的领域。但是，由于英国投资机构的增加，上市实体的数目已经接近并将超过上市股票的数目，这就为炒作上市信托提供了机遇。在投资信托领域应用选股技巧和规律同样可以增加价值，这一点在图 9－1 所示的苏格兰价值信托业绩纪录当中表现得十分明显。对于麦克莱恩这样的专业投资者而言，在这一领域取得战胜盘面的业绩，并不是意外。

而且，他在信托领域业绩之优异，到了令人难忘的程度。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

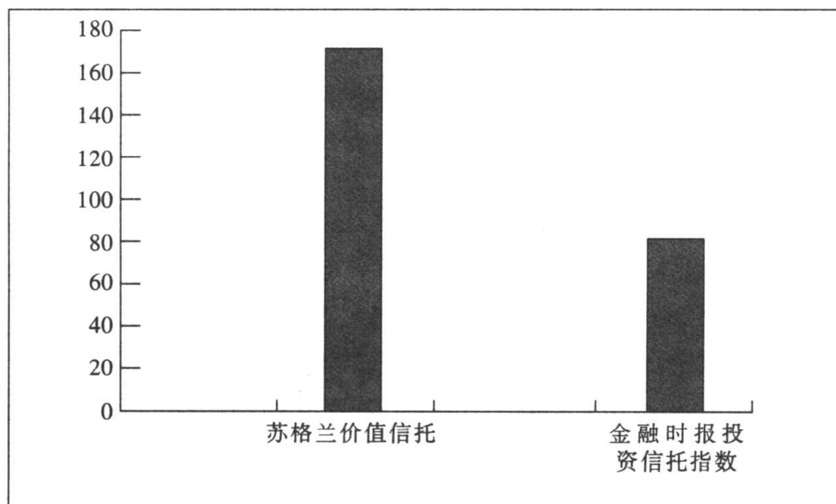


图 9－1　苏格兰价值信托相对于投资信托行业的业绩。

数据来源：数据流公司

四年半的时间内，一名普通投资者如果选择通过麦克莱恩的基金投资于信托行业，而不是自行炒作上市信托，那么，与普通的投资信托产业投资者相比，由于选择正确，他开始每投下 1 万英镑，最后将多得到 1 万多英镑的红利。

投资于信托领域的经历使麦克莱恩在寻找价值时有了一片更开阔的视野。在这方面，麦克莱恩得到了瑞银华宝证券公司邓肯·达克特的大力协助。结果，他们两人珠联璧合，使麦克莱恩的股东们获益匪浅。

“1991 年，苏格兰价值信托开始买进恩赛因信托的股份。它当时被视为是一只有着许多问题和潜在债务的不良基金，其 80% 的股份为商航和军官养老金基金所控制。这只信托也曾一度是明星，但后来股价从 60 多便士下跌到大约 20 便士。我曾经对它的基本投资组合进行了彻底的研究。我们在做这种工作时，常常不只是获取已刊登的信息。我们也许会去英国公司委员会拿一些包括其下属机构信息的报告。这样，你就可以发现这只信托上市前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一些基础背景——利润如何，以及是否发生过财务方面的变革。因此，只要仔细阅读从英国公司委员会得到的相当现成的微缩胶片，就会得到大量有关信息。”

“我在恩赛因信托身上下了点功夫，结果发现其中确实有些东西一文不值，但也有一些价值很高的投资。比如基金经理的个人投资、艾沃里·西梅公司和阿伯丁信托，还有一项在弗莱明投资管理公司中的投资。这些是流动资产，而且它们的账面价格反映出保守的内部定价。我自己感觉相当满意的是，这只信托的实际价值是每股 30 多便士，而且我们也可以自己将持有这只股票的售价定在 27 便士左右，以便在必要时激发交易行为。因此，即使我们相对于持有这只信托 80% 股份的商航基金而言只是一个小股东，但我并不担心。”

“这件事发生在苏格兰价值信托的早期阶段。后来，恩赛因信托的股价不断下跌。它曾降到每股 15 便士，而在那个时候，我把自己基金仓位的 15% 都投进去，下了一个很大的赌注。但作为封闭式基金，苏格兰价值信托的优势在于，经理人可以自始至终地执行自己的策略。我当时要做的就是帮助我的股东们克服自己或是他们的紧张心态。我从电话中得知，当时有一些刚刚成为我们股东的人认为我把整个事情办砸了。”

“又过了三个月，商航基金突然宣布他们将收购恩赛因信托的剩余股份。我们以每股 43 便士的价钱出售，最终大获成功。这很不错，来的正是时候。我们下决心坚持到底，果然获得成功。这个故事包含了这样的策略：价值投资者在别人需要出售的时候买进，然后持有，直到获利。”

作为封闭式基金，苏格兰价值信托的优势在于，经理人可以自始至终地执行自己的策略。我当时要做的就是帮助我的股东们克服自己或是他们的紧张心态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此前，还有一个发生在海外的类似故事。一只名为太平洋投资信托的单位投资信托经过重组要变为一只纯粹的操作工具——香港投资信托。自苏格兰价值管理公司介入后，它的股价上涨了三倍。

这件事的意义在于，它表明麦克莱恩并不是一定要等到别人清醒过来后才来会释放他所发现的价值。如果没有其他选择，他会自己主动采取必要措施。

"我们试图成为活跃的投资者，但只是慎重地活跃。我们写信、打电话，我们也会与投资对象的管理者或董事会成员开会，讨论我们的想法，并表明大家应该目标一致。但在通常情况下，我们需要用力推开实现价值之门。"

麦克莱恩有时受到欢迎，有时遭到拒绝。在绝大多数例子里，更好像是他在那扇门里插进了一只脚。无论如何，结果是一样的。在恩赛因信托之后，他又找到了德雷顿联合价值信托。那些需要调和不同目标的机构，以及那些不太愿意兴风作浪的人，总是乐于见到麦克涉足进来，把表现不佳的业务打散后重新组合。这也许能部分地解释，为什么麦克莱恩的股东名单里，会出现数个蓝筹股基金的大名，包括公平人寿保险、一般法律、伦敦和曼彻斯特、赫米斯，皇家和生命，甚至还有英格兰银行养老金基金。

麦克莱恩将他取得的高额回报归结于同样使他选股成功的细节分析法。但还有另外三条原因：

1. 折扣

更高的资产折价率为取得超过一般水平的投资回报提供了更大的空间。这一点不言自明，但只是起点。

2. 确认导致变化的催化剂

尽管也是一种可行之道，但表现欠佳的投资信托不一定需要通过引进新管理层而出现转机。在许多情况下，它并不要求进行这种激进的变革。更常见的情况是，只要投资风格和投资重点发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生某种转变，就可以取得更好的结果。资本结构中的某个变化也能释放出价值。在进行任何投资前，麦克莱恩都会仔细研究苏格兰价值管理公司能够促成上述变化的可能性。

3. 准备好成为催化剂

保持审慎是购入一只大的——经常也是流动性较差的——头寸的一个前提条件，因此麦克莱恩一定要确保他能够影响所投资信托现有的管理者，并准备好在必要时施加压力，以使他们公平对待每一个股东。苏格兰价值管理公司曾帮助那些实际上是现金空壳的信托转化为真正能够运转的公司，并以此作为更具创造性的价值实现方法。1994 年，在麦克莱恩推动下，巴利·吉福德科技信托变成公用电缆公司。1995 年，他在价值投资信托转变为卡利多尼安媒体通讯公司的过程中扮演了一个角色。这种在资产折价问题上更为激进的解决方式为苏格兰价值管理公司的高额回报锦上添花。

在执行上述投资策略的过程中，苏格兰价值信托选择在一些信托中持有异常大的头寸，从而确保必要时能在谈判桌上有一席之地。麦克莱恩一度拥有贝里·追星信托的 29.9%。1996 年，苏格兰价值信托持有四只信托现有表决权股总数的 15% 强，同时在另外一些信托中持有超过 10% 的股份。

表 9-2 苏格兰价值信托(SVT)持股较大的信托(1996 年 3 月 31 日)

信托	SVT 持有百分比
ECU 信托	24.8
北方投资者信托	18.9
丘比特欧洲奥德信托	18.0
艾沃里和赛姆企业资本信托	17.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权证：价值投资的变种

在根据既定策略寻找专有市场投资机遇的过程中，麦克莱恩关注着另一个未被投资者充分利用的次级投资领域。在绝大多数人心中，对股权证市场的感情喜忧参半。专业人士倾向于采取一维手法，遵循布莱克和斯科尔斯关于积聚时间因素和内在价值的模型；麦克莱恩采取的则是一种多少有些另类的方法，这使他得以开发股权证市场的价值。他对待股权证的方式是把它作为实际证券的一种延伸。他对股权证价值的评估是他对普通股作透彻分析时使用的补充方法，这也许并非一种后见之明。他认为，如果普通股具有价值低估的特点，那么股权证也同样能够提供一条通向丰厚回报的道路。

顺着这条思路，你就可以明白为什么麦克莱恩会选择股权证市场这样一个领域从事他的交易。一些文件非常清晰地显示了他的推理过程，以及他在寻找市场价格未能反映实际资产基础价值的增长领域时表现出的连贯性。对于股权证投资的关键，以下这段摘自股权证和价值信托(WAVIT)年度报告的话说得非常贴切。

> 股权证分析是一种相对复杂的过程。我们认为，许多投资者一向不能为投资于股权证领域找到理由，因为与分析和监视该领域所有股权证所花费的成本相比，现有的回报低得不成比例。

如果上述现象不意味着股权证领域存在潜在的定价失误，又能代表什么？不奇怪，麦克莱恩喜欢这个领域。

下面的例子摘录自同一份报告。它演示了如何在股权证二级市场中利用概念价格计算一只股权证的溢价和杠杆因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)
固定预售股票价格	普通股市场价	每股股权证市场价	实际认购 (a)+(c)	溢价 $\frac{((d)-(b))\times100}{(b)}$	杠杆 $\frac{(b)}{(c)}$
95 便士	120 便士	40 便士	135 便士	12.5%	3 倍

“我们相信股权证领域仍然是一个被忽视和研究不足的二级市场。许多投资者倾向于倒卖股权证认购单，其交易价位常常更多地反映出短期目的，而不是长期价值。”

麦克莱恩认为，和在其他投资领域一样，具体细节分析法是股权证投资领域不可或缺的。如果遵循正确的策略，即使市场行情下跌，也能获得很高的利润。关键在于，要利用价值的不持续性获利。这里的价值不仅是指股权证本身的价格，而且也包括股权证所依附的公司的价值。因此，在 1994 年市场萧条时期，当许多股权证价格下跌 50% 时，麦克莱恩还是能够找到有价值的投资。

那一年，股权证和价值信托的两大投资——印度烟草公司和邦布里尔公司——因股权证被人出价收购而增值。同年 2 月，该信托的第五大投资——韦斯特兰集团，在 GKN 公司发出收购投标后被麦克莱恩出售。这笔交易产生出相对于成本 133% 的收益。这些事情显示，股权证的价值即使没有得到市场的充分承认，也可以通过买方出价得到承认。

上述事例显示，麦克莱恩的股权证投资策略卓有成效，因为比起投资者指望能从普通股身上得到的一般性回报，他还能获得一份额外的收入(见图 9－2)。

作者在写作此书前曾与麦克莱恩进行多次交谈。其间，他多次提到一条策略，也是他在投资过程中持之以恒的原则。这就是，在做好充分准备

他在各种看似不利的形势中始终保持着非凡的毅力和内在的坚韧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

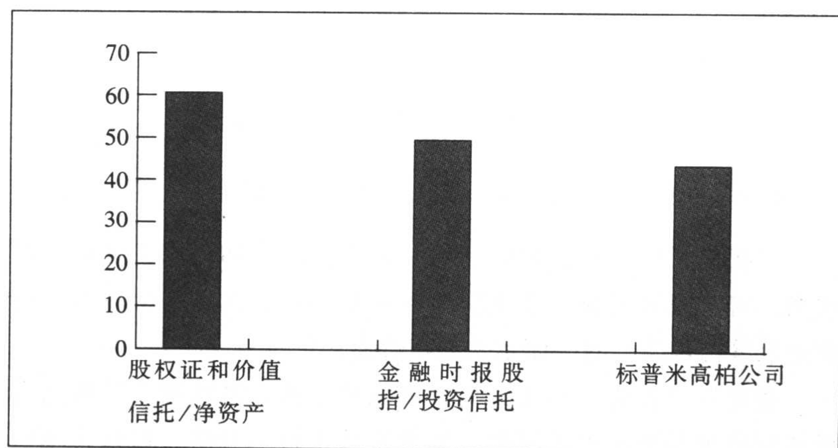


图 9-2　WAVIT 与投资信托行业的业绩比较(1993 年 3 月～1996 年 1 月)

数据来源：数据流公司

的前提下，在各种看似不利的形势中始终保持着非凡的毅力和内在的坚韧。这样的话，即使一只持有股票的价格如预期的那样并不上升反而下降，但只要不出现意外，他就可以坚持下来，甚至可以继续买进。这种坚持到底的能力，是他对恩赛因信托的投资实现利润翻番的主要原因，也是苏格兰价值管理公司反复使用的策略。

“我的老板不会对我指手画脚，我也没有任何外部股东，也没有向银行家借款。而且，如果我想要做一个与大部分人意见相反的决定，甚至是否认一个我开始作出的错误决定，我可以立即去做这些事情，而不必考虑失去工作的风险。但在更具有政治性或大一些的投资机构当中就不能这样。”

“价值投资的关键不仅在于采取不同的研究方法，而且在于如何应用价值投资法并真正地从结构上看清一切形势，并以一种特殊方式应对重大事件。我不认为破产风险是许多公司与生俱来的东西。风险常常与投资者是否会因为惊恐而选择错误的时机和错误的价位出售股票有关。同样一只股票，能使一个人赚钱，也能使其他人赔钱。同样的，对于真正长时间经营的投资，比如我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对‘给我拍照’国际公司的投资，最后可以实现15倍的利润增长。对于同一项投资，也许会有20个人由于坚持到底而取得了10倍的利润增长，另有1000人取得两倍增长，还有2000个人只是在第一个月中取得了10%的增长。”

“人们对待投资的方式在很大程度上决定了他们成就的大小。从这个意义上说，股市更像是一盘棋。重要的是要正确估计投资前景改善的时间以及选择正确时机增加投资。决心对一项投资坚持到底，而且即使犯错误也不会每个月都冒着丢掉工作的风险，这就是我取得成功的关键。这就是经营封闭式基金的好处，因为，我只是对长期业绩负责。”

要成为一名伟大的投资者，需要把出售和买进做得一样好。作出买进决策从某种意义上说更富有魅力，更具知识含量，谈论起来也更有意思；但出售则是收获利润的时刻。麦克莱恩从多年投资生涯中总结出一套出售策略，确保他能在合适的收获时机来临时抓住利润。

“如果某项投资估价过高，我们就把它卖出去。而且，如果我们的确认为还有更具潜力的其他投资，我们有时候甚至会卖出我们仍认为很便宜的东西。我认为，在买进和出售的投资之间，一定要进行这样一种互动。”

“这也许是我从约翰·坦普尔顿爵士那里学到的东西之一，也就是要实事求是。买进和出售都没有绝对的标准，关键在于你认为某件东西价格是否合适。但是，如果你没有发现更好的东西，为什么要出售呢？在这一点上，我更像美国投资大师巴菲特，我喜欢连续获利，尤其是在我对某家公司非常了解的情况下。我并不认为可以通过交易一件本来希望长久持有的股票而增加许多价值。而且，在错误的时机出售是很危险的。你也许仅会用不那么熟悉的投资代替熟悉的投资。我更有把握做的事情是从我熟悉的投资当中榨取最后一个便士的价值，力争实现全部价值。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在评价 20 世纪 90 年代的投资趋势时，麦克莱恩认为，将会出现一个更具挑战性和竞争性的环境。但这个环境也将为投资者提供更多的机会，而且在这个环境中，投资价值的变动将十分迅速。

"信息的传播将会极为迅速，但其中大量的数据并无用处。系统性的操作漏洞仍然存在：人们只是关注每股收益，在预测未来时不会将目光投射到 18 个月以外，也不会试图结合过去 5 年的情况进行考虑。"

在这种形势下，如果过分严格地遵循财务规则，就很可能错过最好的价值投资机遇。

"在 20 世纪 70 年代，你会看到当时绝大多数人都对服务性企业非常反感。但实际上，当时的通货膨胀正在无形中摧毁资本密集型企业的资产。人们对小公司感到担忧，但当时出现严重财务杠杆问题的其实是大都会公司和里昂公司这样的大公司。服务型公司的收益质量，比如说克里斯蒂国际公司，事实上要比资本密集型的英国化学工业公司好得多。后者由于通货膨胀的问题无法更新资本。其实，这类系统性的投资观扭曲很容易被发现。只需要计算一下经常成本，并对公布的数字做一些调整就可以。"

"当时，我们按照特里·史密斯《成长会计学》一书的指点进行了大量的实践。对照他的观点，我同意他关于市场不能发现财务问题的说法。但现在这样的情况越来越少。如今，人们很快就能注意到异常现象，而用这种方式进行投资取得的收益越来越少。投资利润翻倍的现象非常少。这也就是为什么一旦找到像 ASDA 或伯顿集团这样的股票，就会特别令人愉快。在价值成长方面，上述现象意味着你不必花 10 年时间去实现全部投资价值。现在更有可能出现的情况是，信息将很快散发出去，并将促使价格朝实现全部价值的方向抬升。如今价值投资的收益减少了，但同时股票重新估值的频率也更高。"

麦克莱恩认为，那些属于超高利润增长模式的行业可能会发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生变化。他的对策并不是行业轮换投资，而是确定了一个在 20 世纪 90 年代需要加以回避的行业。换言之，他担心消费品行业的前景，尤其是曾在 20 世纪 80 年代生意兴隆的食品公司和名牌家用产品企业。他在最近一次访谈中指出，名牌的风险在于创建代价很高，而维持代价更高。甚至于可口可乐这样的名牌也避免不了遇到价格战。一些本地品牌正在争夺可口可乐和百事可乐在超市货架上的领地。相反，那些具有无形价值的公司，虽然常常只是建立在信息和关系的基础上，却很有可能在未来财富创造的过程中脱颖而出。不幸的是，这对于普通个人投资者而言并不是什么好消息。

"我的确认为，在快速增长阶段打入增长最快的行业对投资者而言越来越难。有这样一种趋势正在形成：智力资本在企业中的份额将不断增长，而且智力资本常常不会与金融资本结合在一起。两者当中只有一个会出现在最后的资产负债表上。也许将会出现这样的局面：风险资本家可能会通过支持一些新生企业获利。但在其他情况下，因为这些新生企业以知识为基础，这些企业的创立者在创业之初得不到充分的资本支持。"

"股市是依靠资本获得增长的，而股民也正是利用这一点来赚钱。但将来赚这种钱将更加困难。那时的情况也许就是，当像梅德公司或戴特朗科技公司这样的企业上市时，股价也许早就被抬得很高，因为创业者要从一同进场的投资者手中收取相当高的费用。我们看到，这样的事例越来越多，比如索尼公司向开发出新软件的年轻人支付了 1000 万英镑。"

"甚至于我所在的投资机构也会出现类似现象。它创业时资本有限，而且我并没有将苏格兰价值管理公司视作一家将会上市的公司。但很显然，如同许多其他金融机构一样，它处于一个交易活动日益增多的领域。对于许多投资者而言，进入新型成长行业的惟一途径就是通过我们这样的风险资本管理公司，以便直接从市场高端入市，否则就会付出更高的代价。如果我们的长期利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润增长将越来越多地依靠这类知识型企业，那么它们最快的增长阶段将无法在股市上得到充分体现。”

展望未来，麦克莱恩同时发现了两种也许有利于投资者的趋势。但前提是投资者们必须确定所投资的企业能友善地对待股东，否则他们将在一个竞争更为激烈的市场中全军覆没。

“其中一种有利的趋势就是许多公司在购买股票方面表现得越来越积极。许多公司日益重视如何更为有效地利用资本，因此就出现了一种以前非常罕见的价值释放方式。”

“与此同时，日益加剧的公司全球化趋势意味着，如果一些相当大的英国公司试图仅以 5 亿英镑的市场资本在全球市场上竞争，那么，它充其量不过是只小鱼。众所周知，这种情况不可能无限持续下去。当市场不断发展，变得日益集中时，就一定会出现一种模式，这意味着会有更多的公司交易活动和更多的并购。”

此外，麦克莱恩一直怀疑投资者是否有可能根据宏观经济因素制订高明的投资决策。

“我是这么认为的：从长期而言，政客们无法对经济界施加很大的影响，因为我们拥有开放的经济和浮动的汇率，而且交易日益国际化。甚至在过去也是如此。我记得，20 世纪 70 年代保守党政府试图控制面包价格，而且他们做的其他每一件事几乎都是为了影响零售物价指数，以控制通货膨胀，但他们失败了。我喜欢在政治干预作用很小的前提下做生意。我不会依据政治决定在投资组合中制造或毁灭价值。我试着看得更远。许多人过分关注选举和政党，对事物政治敏感性的理解失之片面。你必须从总体和社会的角度看待政治因素。政府的政治说教并没有多大作用。”

然而，经济因素能够影响麦克莱恩对某些行业的看法，并将会促使他喜欢某种类型的行业而放弃另一个。

“有时候，我可以在投资中运用某些经济模式。20 世纪 90 年代英国遏制通货膨胀，造成了很有意思的影响。许多依靠资产通货膨胀取得回报的公司，毁于自己的经营理念。这当中包括一系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

列企业，如皇后·莫特酒店。酒店行业的人从经营中得到的回报非常低，只有5%左右，但却指望5%～10%的通货膨胀率提供额外机会，实现较高的实际回报。有时候，这个行业实际资本的现金回报相当低，但其管理者可以通过财务杠杆将其转化为可以接受的股票回报。蒂夫克公司也使用了类似的方法。上述这些企业不管形式如何，都是以资产为基础的实体，它们的实际资本回报率较低，但却通过财务杠杆抬升股票收益。对于许多住宅建筑商而言，如果剥离股权发行造成的影响，并扣除以偏高的房屋定价出售土地的因素，就不难看出，这项业务其实并没有真正地增长。特拉法加房屋公司就是这样的一家企业。在20世纪80年代晚期，如果你剥离产权交易，它的实际生意并没有赚什么钱。”

“曾有相当多的公司得益于通货膨胀，而在整个20世纪90年代，英国股市对此的认识过程相当缓慢。我们仍然会看到一些不正常的现象。”

“我看到许多生产中间产品的企业遭到盘剥，比如塞恩斯伯里公司的食品供应商。我们也见到BTR公司因此受到影响。我现在很为这些对消费者没有最终定价权的公司担心，因为我看到他们被夹在上涨的原料成本和消费者抵制情绪及来自于零售商的强大反作用之间。这是我近年来观察到的一个现象。”

我可以非常确定地说，在一个极其重要的方面，麦克莱恩在当今英国投资业大师级人物当中独树一帜——他的商业伙伴是他的妻子玛格丽特·劳森。她自身的业绩纪录也非常稳定，只是比她丈夫的持久力稍微差一些。他们在一起，就是一个完美的组合。

> 麦克莱恩不仅把所有的市场指数都抛在身后，而且没有招致额外风险就取得了如此突出的成就

“就选择商业伙伴而言，我认为没有再比我夫人更合适的人选了。在创业过程中，还有其他大量的事情要做。我们

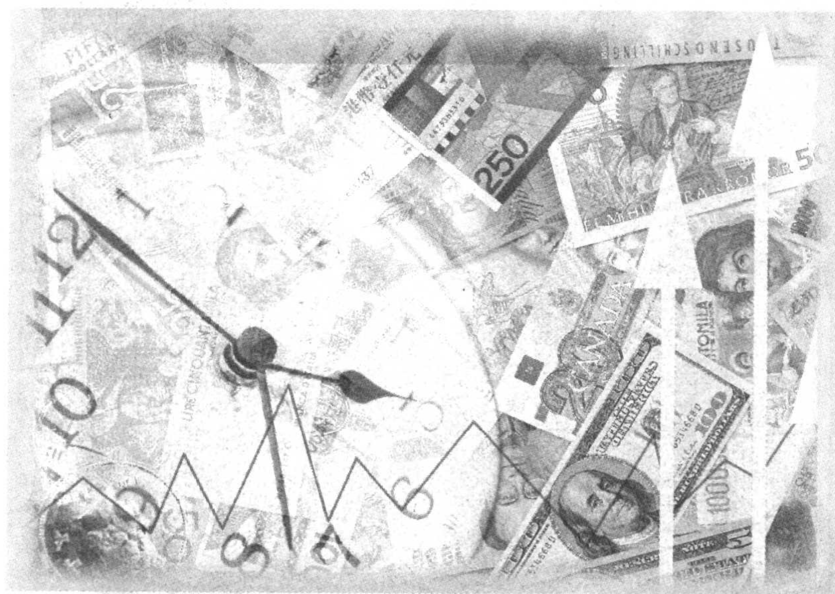
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

携手应对一切挑战，是一种巨大优势。我们俩的投资方式相辅相成。她引进了一些不同的技巧。”

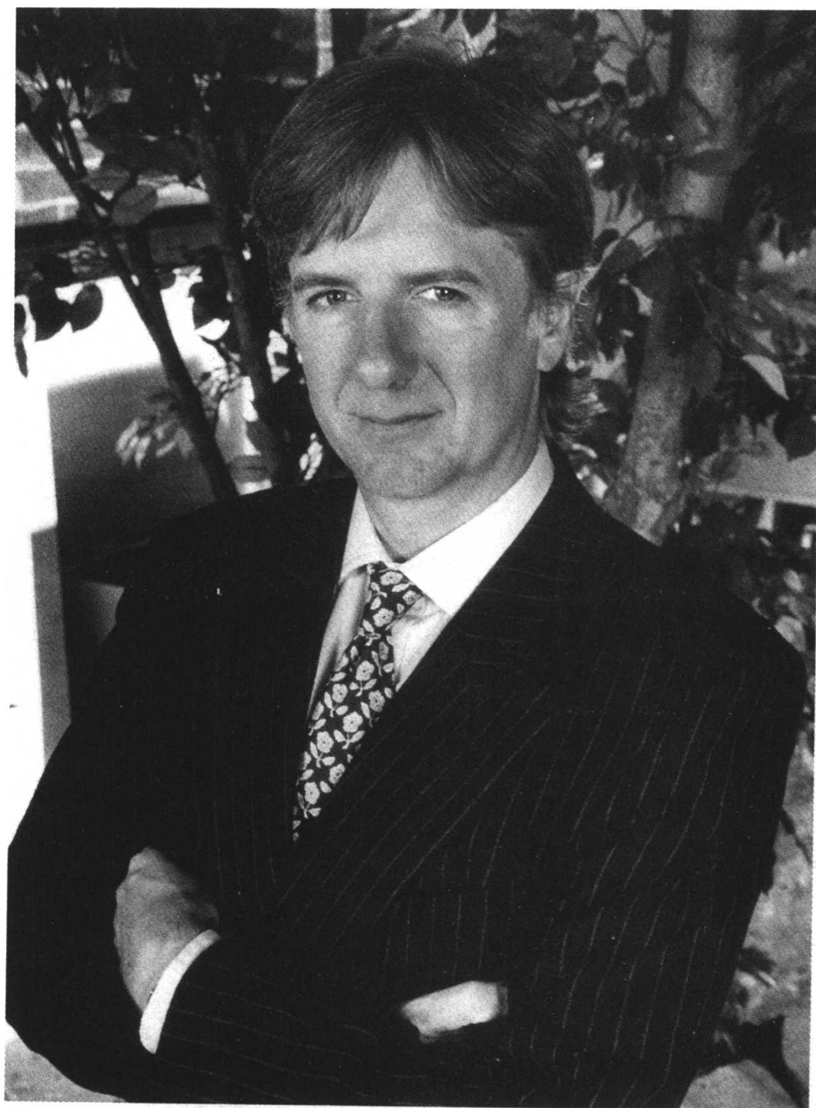
“我们在长途汽车和巴士制造商亨利斯公司的投资是她选定的，结果非常好。直销服务集团‘同行’公司是我们的大型投资之一，也是她发现的。在有些事情上，我要花费大量时间研究数字以确认投资机会，但她却拥有非凡的能力，能在与对方管理者交谈时立即发现投资机会。”

夫妻团队并不是苏格兰价值管理公司惟一的特殊之处。它为股东们取得的业绩也是不同凡响的。麦克莱恩不仅把所有的市场指数都扔在后面、再一次否定了关于市场的学院派空想，而且没有招致额外风险就取得了如此突出的成就。兆富公司的分析表明，麦克莱恩基金的风险并不高于市场整体风险，这个消息对他的投资者而言是一个莫大的安慰，而且和他公司的名字一样令人舒服。打着“苏格兰价值”的旗号的人又怎么可能犯错误呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 关注下跌趋势是他投资战略的关键特征
* 可转让证券和优先股权的大玩家
* 在风险调整的基础上纵横全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

佩里格林·蒙克里夫：一只眼盯着回报，一只眼看着风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佩里格林·蒙克里夫不喜欢谈论自己或者自己的职业，但若向他提起一只赎回价格与主打现货相连、由一家韩国公司发行并主要在香港市场交易的深奥股权证这个话题时，你将会感受到他激情的迸发。将投资局限于英国蓝筹股和金边债券的人或者可以跳过这一章不看，但那些寻求以意想不到的方法为他们的投资组合增添色彩的读者将发现蒙克里夫的见解非常精辟。

首先有必要交代一些背景。因为如果不能理解蒙克里夫一贯的思想倾向，就很难理解为何他的方法如此奏效。布坎南合伙公司不同于本书中介绍的任何一家其他公司，甚至在包罗万象的伦敦金融市场也还是一只珍稀动物。蒙克里夫对该公司的一段注解也许能帮助别人理解他所从事的工作：

“我们创业时有三个合伙人：凯文·罗韦、沙兰比尔·布里吉纳特和我。我们先后都曾在瑞士信贷第一波士顿银行当产权交易员。也就是说，我们利用这家银行的资本进行交易，而不为外部客户服务。当我们自己出来做的时候，我们的目标就是创造出一种与现有形式显著不同的投资产品。在我们身边，充斥着使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宏观手法操纵大量资金的大投机者，但我们开发出的产品却是使用对冲策略创造出独立于市场趋势的回报率——我这里说的市场指的是股票市场、债券市场和货币市场，也是就绝大多数人试图用投机的方式赚钱的地方。”

“人们花钱雇用经理人进行投资的目的通常就是战胜市场基准，因此为了这个目的我们必须寻找一切手段。在我们公司，客户们最初要求我们战胜的基准是货币和债券的利率，因此我们曾集中从事套利交易并执行买空卖空策略。如今，我们最终还是从事了更为传统的长期证券投资管理。”

布坎南合伙公司投资风格的诞生直接起源于其中主要人物自立门户前各自所在的交易环境的发展。贾森·哈特霍恩、马克·皮尔森和理查德·韦布等每一个主要董事在相继加盟布坎南合伙公司时，都带来了他们各自在量化投资和交易方面的经验。在成立新公司前，蒙克里夫自己也在市场中摸爬滚打了 24 年，经历过许多巨大的变化。其中一个重要的变化就是，市场中——尤其是在成熟市场中，绝大多数明显的运作漏洞，已经被价格填平。因此，投资者要在众人面前独领风骚，就需要拥有一种新层次的想像力，以及坚持不懈的研究和开发。

“过去，在货币实际供需关系的收益曲线和未来将要发生的情况之间，存在着相当大的背离。但引入期货交易后，你就会在突然间开始和美国中西部的 100 万左右的投资者进行竞争，其中一些人非常高明。如今，固定利率市场在预测未来事件发展趋势方面更有把握一些。”

“在布坎南公司发展之初，我们寻找这样一些市场领域：那里存在反常的证券定价，使我们可以建立对冲头寸，并可以逆市场潮流赚钱。这种思路引导我们进行股权证和可转让产品的套利交易，并利用封闭式基金的贴现套利，尤其是在日本市场。”

由于原单位的财务纪录保密性很强，因此要了解布坎南合伙公司的主要人物在过去的工作岗位上业绩历史的确切细节非常困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难。我们现在能够知道的就是，蒙克里夫等人当年所在的瑞士信贷第一波士顿银行产权交易部门是该行多年中最赚钱的部门之一。这在一家以擅长通过金融交易赚钱而闻名的机构内部也是一种非常突出的业绩。佩里格林·蒙克里夫在担任当年瑞士信贷第一波士顿银行最年轻的执行董事之后，又成为莱曼兄弟有限公司最年轻的合伙人并兼任美国国债业务部经理。可以不夸张地说，他被投资行业中要求最严的两家机构公认为一颗明星。如今他自立门户后，仍然保持着突出的业绩纪录。蒙克里夫自豪地说，布坎南公司开业后的第三个年头成绩卓著。他们的财务报表显示，扣除奖金和税收，当年该公司资本收益率达到 100%。

这一表现从任何一个常规标准来看，都是超乎寻常的业绩。你只要在伦敦金融城里提及布坎南合伙公司的大名，或者佩里格林·蒙克里夫，就会使人顿生敬意。而且，这种尊敬通常只会给予功成名就的退休者，而不是送给像蒙克里夫这样一名仍然非常活跃的竞争对手。

构成布坎南公司投资哲学的各个主题

(一)封闭式基金套利

这种投资游戏可以浓缩成两个基本要素：发现几组廉价资产；然后使劲压榨它们，直到它们表现正常为止。

“我们折价买进封闭式基金。然后，如果可能的话，就进行对冲。但如果相对于实际资产的预期易变性，实际预期回报足够高的话，我们就不一定要对持有头寸作对冲。”

“当你能够以 40% 的折价买进时，如果能以资产净值卖出，预期回报将超过 65%。我们在 1992 年和 1993 年就是这么做的。为了确认这些机遇，你一定要具有良好的筛选和监控能力，以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对股东和法律的理解。”

“我们对为什么会有如此之多的封闭式基金进行折价交易作了大量的学术研究工作。结果发现，其中显而易见的原因之一就是开支和成本较高加之业绩不佳，使这些基金丧失优势。另一个原因就是这些基金都是在其投资主题非常流行的时候进行推广和销售的。以亚洲电信基金为例，当它处于强势时，每个人都想进行投资，同时这只基金的销售代理都是在经济激励下工作的。为了防止这些基金折扣率降得太低，其管理者必须在销售方面付出几乎同样多的努力。但是，销售努力往往在基金发起时就达到极限，当时销售人员可能会通知所有的买家。此外，由于发行成本和佣金开支，基金股东们支付 1 英镑，只能有 95 便士的资产，这种股票发行过后资产净值的立即下跌，使买家进一步购买的积极性受挫。”

“随后，基金主题失去了吸引力，而人们希望将股票变现。利润差额的下降，使所有的基本买家都退出。同时对于销售人员而言，不是失去佣金的积极激励，就是失去职业风险的消极激励。因此这只基金每况愈下。”

“同时，投资者往往对流动性的好处看得过高。这对于我们来说，就是从封闭式基金市场和绝大多数市场获得机遇的来源。一般说来，绝大多数投资者都会在一个并不能真正代表实际价值的价位上出售资产。因为他们相信，通过把钱投在其他地方的另一个好主题上去，将可以获得高额回报。相对于真实价值，这种追求流动性的偏好有时过高。在人们迫切需要流动性的时候为他们提供流动性是一个赚钱的好方法。当封闭式基金价格出现溢价或一个小折扣率时，出售是明智的策略，因为通常那个时候流动性溢价和股票风险溢价都比较低。”

尽管这种操作的轮廓比较直截了当，但具体执行这种策略则要复杂得多。投资者永远也不要忘记，应当全面考虑封闭式基金领域出现的各种投机性活动。蒙克里夫发现了这一核心主题的几个变量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“你可能会发现这样一种情况：基金所在的市场迅速上涨，而基金本身却被抛在后面。有时候，在国际投资者利益的参与下，市场的持久和全面上涨将使一些基金出现过的折价又再次消失。”

在人们迫切需要流动性的时候为他们提供流动性是一个赚钱的好方法。

“当这种情况发生时，将出现一个过度扩张时期。1994 年初，我得知怡富证券公司不得不停止向它的一些亚洲共同基金投资。经过持久的上升期后，当一些基金标价出售时，却没有买方接盘，这常常标志着这种上涨热潮已经接近极限。这种‘货币墙’现象被用来作为继续抬升价格的理由，但它事实上却是最后的丧钟。基金折价幅度变得越来越窄，也是市场即将暴跌的另一个迹象。接下来你看到折价偏离正常交易轨道，甚至出现溢价。如果出现这一现象不是因为当地市场的崩溃尚未在基金的报价中反映出来，那么它通常就是一段牛市时期终结的信号。它告诉我，投资者的流动性偏好的急剧下跌，买家得到的将是负回报，而股票供应者则将得到正回报。因此，一个好的资产配置模型应该包括关于封闭式投资工具是否出现异常交易迹象的数据。”

经营封闭式基金的一大危险就是，虽然你发现一个足够真实的价值，但然后却什么也没有发生。蒙克里夫非常清楚地意识到了这个问题，而且他对此有一系列的解决办法。

“你可能会以 40% 的折扣买入一只基金的股票，但过了四年它仍原封不动，而且你也没有得到任何回报。同时，许多经理人的市场业绩不佳，因此你不仅有外在成本而且也有内在成本。也就是说，你把钱交给一个表现可能不及市场整体水平的人管理。”

“每只基金在投票和管理协议方面都有怪癖，而且各自的股东群体千差万别。在投资于这类基金时，我们要考虑一下，在最接近于资产净值的水平上收回投资成本是否容易做到。这将需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过事先约定办成此事，或者需要我们说服这些基金的经理人通过将一些投资变现来创造价值。总之，我们更倾向于和现有的经理人合作，重组基金。如果基金董事会忽视股价表现，我们就会在其他股东的支持下，更换董事会。这一做法有时不太地道，但对股东是有利的。”

上述策略的实际效果体现了蒙克里夫的思考过程。他不仅确保利用市场操作漏洞获得高额回报，而且努力将其中的风险降到最低。

“戈维特·大西洋基金是一只主要在美国市场运作的基金。我们以超过25%的折扣买进它的股份。这样的折价对于这样一家投资于流动性证券的基金而言是罕见的。我们借入这家基金的基本股份，同时在标准普尔期货市场买进一个空头头寸，进行空头交易，最终相当有效地回避了市场风险。”

“我们公司和另一个股东拥有该基金10%以上的股份，因此我们两家联手向基金管理者发出最后通牒：除非他们拿出更好的主意消除折价，否则我们就准备要求召开特别股东大会。然后，这只基金的董事会被迫提出重组计划。然后，我们将投资组合的主体变为现金，并将其余流动性较差的投资以现金形式分配到另一个投资工具中去。因此，通过这笔交易，我们的投资者在大约6个月的时间里得到了接近于97%的资产净值(相当于超过60%的年回报率)。”

压力越大，蒙克里夫越能顶住。即使其他人都失败了，他还是会准备采取一种更为激进的立场。马来西亚小企业基金有一个相当顽固的董事会，他们根本听不进建议。在布坎南公司要求下，这只基金召开特别股东大会举行投票。结果原来的董事会被撤换，这只基金也被清算。

“只要市场上存在折扣，我们就会持有封闭式基金的股份。在我们的封闭式新兴市场基金中，其中大约一半的资产是其他的封闭式基金的股份。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅在过去的 6 个月内，布坎南基金的业绩就超出摩根－斯坦利指数大约 10%。

(二)不规则证券

蒙克里夫喜欢不同寻常的事物。这说明，采取放弃基本债券和普通股而选择混合投资工具的战略，的确会产生一种放任的快感；不愿墨守成规的投资者，能够以此做成最合算的交易。蒙克里夫相当开明，他可以在传统投资人士不能、也不会花时间思考的形势下买进投资工具。从这个意义上说，对传统投资理念缺乏兴趣，恰好为他的高超业绩纪录锦上添花。

“我们总会持有少量有意思的证券，如优先股、可转让股和股权证。与主流证券市场相比，这些投资工具中存在的操作漏洞有助于我们获得更好的回报。为了取得良好业绩，必须评估基本股潜在和未来的易变性，以及通过购买一只衍生物所能得到的回报优势。”

> 与主流证券市场相比，这些投资工具中存在的操作误区有助于我们获得更好的回报。

“韩国三星电子发行的优先股就是这样的一个例子。我们能以相对于普通股 45% 的折价买入这种股票。但它并非真正的优先股。除了没有投票权外，它们在各个方面都与普通股非常相似，但派发的红利稍高一些，而息率几乎是普通股的双倍。我们考虑到，对于一名外国股东而言，投票权的价值相对较小。在韩国，这类公司常常以交叉持股的形式被其他产业或家族集团所控制。同时，在该国那些股东投票权有一定价值的公司，也很少出现敌意收购的现象。”

然而，在另辟蹊径地深入研究非正规证券产品的过程中，会遇到不少障碍。有时候还会走进死胡同。这类投资工具一般流动性比较差。要进入很难，要脱身更难。如果不强行兑换，投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能会被套牢。尽管从理论上说是被一件便宜货套牢，但在实际上却不能兑现真正价值。时间也许是最大的风险，蒙克里夫可以接受他的某些投资陷入停顿的事实。这是他必须付出的代价。在一个多样化的投资组合中，可以理性地推断价格，但要仿效蒙克里夫的策略，则要求投资更为分散或有非常清晰的脱身路线。

(三)期权无处不在

期权有多种形式和规格：股权证可以为一只证券增加动力；市场期权可以将一种空头成分注入投资组合；然后还有混合型证券。蒙克里夫看好可转让证券。这种看法在 1996 年 3 月显得尤为正确，当时许多发达市场正处于或接近于历史最高峰值。

“买进可转让债券可以提供某种保障。这样的话，即使你对市场判断失误，至少还保有资本的重要部分。为这种保障付出一些代价是值得的。”

然而，还必须清楚地认识到，当市场衰退时，债券到期不付利息的风险或许会增大。因此，蒙克里夫警告说，当市场处于困境时，可转让债券的底价可以变得不稳定。

“在市场出现一次大涨后，看跌期权或许会升值。假定价格分配正常，从理论上说看跌期权的价值不会太高，但当人们确实感到暴露于风险之中时，这将是花钱买保障的好主意。目前，标准普尔期权的暗含易变性相当高，在收回投资时尤其如此。因此，从某种意义上说，操盘手会有一种直觉式的理解，认为在市场目前阶段，为获得保障付出一点代价是值得的。”

(四)市场临时失衡

虽然蒙克里夫的工作重点是发现存在结构性误解并因此产生定价失误的证券，但与此同时，当市场创造出套利交易的条件时，他并不反对做空头交易。

“当买方出价时，市场上就出现了买入头寸的机会。在极端

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状态下，某只股票的价格相对于现金流乘数特别便宜，同时它确实有某些东西失宠于投资者，这类股票经常会引来公司买家，甚至在这类股票看来前景不佳的情况下也是如此。这种价值分析法曾将我们推向威廉·洛公司(苏格兰的一家超市连锁店)，而随后特斯科公司或塞恩斯伯里公司便向它发出买方递盘。尽管收益下降的形势将我们推离这只股票，但它的价值变得越来越明显。因此，我们在这家公司身上保持了重要的头寸。”

“只要这家公司不停业，你在低现金流乘数基础上买进它的股票是很难赔钱的。如果对前景的预期没有改善，这类公司就可能成为投资收购的对象。这也说明，观察价销比也是有用的。如果一只股票以价销比来衡量是便宜的，即使增长前景并不看好，另外一些人或许可以通过收购使这些资产运作得更好。”

有一些套利交易的形势是临时的。在不同市场交易的同一种股票的两个变种以及同一市场存在两种类别的股票，就属于这种情况，而且在一些外国人所有权受到限制的新兴市场上比较普遍。

只要这家公司不停业，你在低现金流乘数基础上买进它的股票是很难赔钱的。

“巴西电信公司普通股是一只有表决权的股票，而该公司在纽约上市的股票则没有表决权。我们实时监视这两只股票的折价情况。有意思的是，没有表决权的这只股票在交易中经常比有表决权的那只贵，因为多数人并不想买巴西国内的股票。我们利用这种差别做成了一笔交易。”

“有时候，国际需求会导致国内外价格关系偏离正常范围。一些知名企业，如菲律宾生力啤酒和泰国盘古银行，外国人要购买这两只股票需要支付超过50%的溢价。当这种情况发生时，我们不会持有这类资产，而是在封闭式基金市场中找到一个替代品或寻找进入这些国家国内股市的其他途径。对国际投资者而言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的是要避免由于某些国家的权宜之计而面临股票定价过高的局面。”

（五）将风险控制在最低限度

上述策略听起来都有些投机意味，而且要比持有知名股票的风险更大，但蒙克里夫实际上非常注意避免风险。可以说，他有一种使股东避免过度暴露于市场风险的偏执狂，这一点覆盖了他的整个投资哲学。他创业时立下的一条原则就是他有责任在出现下跌趋势时提供保护(迄今为止，他在这方面的努力非同一般)。接下来，他会设法做到在降低投资组合风险的情况下开启赚钱的新机会。他喜欢买进他认为在下跌时有保护措施的证券，这种保护要么来自于高利息(如优先股)，要么是高收益。如果这些股票出现下跌，那一定是的确太便宜了。而且，市盈率高的股票即使失宠于投资者，下跌过程也将是非常缓慢的。

“当你迅速赔钱的时候，你不得不试着慢慢地将它们赚回来。”

关于这一点，蒙克里夫举了这样几个例子：

“为了得到额外回报，我们也许会买进一只可转让股票并对另一只优先股作空头交易。1994 年 6 月，我们在日本世嘉公司持有一只空头头寸，然后在 7700 日元的价位卖出。同时，我们在 100 便士的价位上买进一只可转让股。大约一个月以后，我们在 102～104 便士的价位上出售了可转让股，同时在 7240～7678 日元之间的价位上赎回了世嘉普通股的空头。”

“或者，我们也可以买进一只便宜的可转换股票，并对同一个行业中我们不太喜欢的另一只股票做空头。1993 年，日本东亚钢铁公司

> 为了得到额外回报，我们也许会买进一只可转换股票并对另一只优先股作空头交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可兑换股看起来很便宜，因此我们将其买进，同时卖出东京制铁股的空头。东亚钢铁公司普通股后来下跌了 20%，东京制铁也是如此。但东亚钢铁公司的可兑换股由于股息相对较高而顶住跌势，只下降了 5%。这笔交易历时大约三个月，以年回报率计算利润超过 50%。”

“我们也可以设法在更便宜的价位上进入一只优先股而用不着直接买进。为了进入三菱油化公司股，我们买进了三菱化成公司的股权证。1994 年 5 月，三菱油化宣布了与三菱化成的合并条件，后者的股票交易价低于合并比率等价水平 3%。我们以每股 716 日元的价格卖出三菱油化股的空头，并以低于优先股的价格买入三菱化成的股权证。我们先以 16.25 美元的价格买进这只股权证，后在当年 10 月以 18.50～23.50 美元之间的价格卖出。同时，我们以 702 日元的价位赎回三菱油化股的空头。由于存在着有价格吸引力的股权证，我们便能从一笔基本面良好而风险一般的套利交易中获取两个方面的实质性利润。”

(六)多头/空头战略

布坎南合伙公司投资组合的核心是一系列相互关联的多头/空头头寸，它代表着该公司运用的核心投资策略。据统计，该公司所管理的资金中大约有 65% 使用这一策略。它根源于一种控制风险的持续愿望。如果风险来自于从一家公司买进的头寸，不管它是一只股票、一只债券或两者之间的东西，那么蒙克里夫首先要做的就是减少这种特殊的公司风险。直到找到避险之路，或者至少能够避免部分风险，蒙克里夫才会满足。在讲述下面的事情之前，我们先要打住片刻。因为接下来发生的事情除非头脑十分强健才能应付。你必须放下悠闲的心态，全神贯注。但这件事并非十分复杂，也值得花功夫去做。

“多头/空头战略可以根据许多不同的质化和量化标准予以制订。我们尤其可以在日本、英国和法国这些流动性很高的市场运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用此法炒股。在很大程度上，这类交易都是我们在对上述市场中所有积极交易的公司进行分析的基础上从事的程序性交易。我们自行研究出一套有关公司业绩优劣原因的评估方法。同时，我们基于幕后测试和自身经验，得出了一系列量化比率，并以此对所有的股票按从最不具吸引力到最具吸引力的顺序依次排名。”

“尽管我们对股票收入的增长和变化作出调整，但就我们采用的评估标准而言，价值是其中最主要的因素。我们计算出全球范围内 12000 家公司的收入预期，为我们的分析模型增添了前瞻性角度。”

“我们同时也关注某些股市的剩余反向过程。我们所跟踪的这一过程指的是：一些曾在特定市场中业绩卓越的股票倾向于回复到更低的收入水平上去，另一些曾经业绩不佳的股票则倾向于回复到更正常的业绩水平上去，因此也就提高了业绩。在这里，我们可以分别分析影响一只股票相对业绩的各种因素，包括它所在的行业、财务杠杆、资产负债表和收入特征。我们还可以分析上述现象与整体市场的关系，但股票的部分表现有时是无法解释的。某些不可解释的动向很可能发生逆转。”

“绝大多数使用量化分析的经理人不做、但我们常做的另一件事就是调整所持有的上市投资和债券的票面价值。这一做法在日本特别重要。以日本富士摄影胶片公司在 1995 年 6 月的情况为例，我们可以在相当于其总营业现金流三倍半的价位上买进其扣除现金和证券资产后的股票净值。在这个基础上，它比美国的伊斯曼·柯达公司便宜。”

尽管私人投资者无法系统地进行此类分析，但在任何一只值得考虑的股票身上，却不妨采纳这种思路。

“我们持有大量头寸的另一个原因就是很难找到足量可借的股票。因此，我们不想过分关注某一只空头头寸，也不愿过多持有某一只股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(七)不完美的一对

试图忘记你已知的关于如何从理论上构造一个多头、空头头寸配对投资组合的一切做法，那么你就接近于蒙克里夫对构造多、空头寸投资组合的看法。

“我们并不总是从多、空配对的角度去看待我们的交易——至少并不明显——但你可以分析一下我们投资组合中多、空头寸之间的暗含关系。我们的目标是使包括所有多、空头寸的整体投资组合达到最优化。这使我们比使用传统多、空头寸配对法的交易商拥有更大的灵活性。传统配对交易商的确会受到限制。比如，对于两家化工公司——道氏化学公司和杜邦化学公司，你将发现它们的财务杠杆不同，而且在出口收益等许多方面也存在差异，在许多有意义的方面它们并非真的相似。相反，我们对一些以不同形式交易的股票进行配对套利非常成功，比如荷兰皇家石油公司和壳牌石油公司。”

“我们总会面对行业性风险，因为价值可以集中在某些行业当中，而且收入预期调整产生出的一些回报来自于行业性的不匹配(尽管这种回报相对较小)。我们喜欢找到某个行业中最便宜和更昂贵的股票，然后进行交易，通过消除行业性的不匹配降低风险。”

蒙克里夫生动地演示了上述理论基础如何转换为实际的多、空头配对。其中一些“对子”可能是同一行业中的类似企业，但配对并不仅限于同一行业。多、空配对的另一种形式是交叉持股。

“同一行业中配对的一个例子是我们在1994年初以492日元的价格买入卡尔索尼克公司的股票，并以每股1437日元卖出铃木汽车公司的空头头寸。卡尔索尼克当时是汽车行业最便宜的一只股票。1994年9月，我们在1230日元的价位上赎回了铃木汽车股的空头，同时以682日元卖出卡尔索尼克股。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，空头策略存在着陷阱，对于蒙克里夫这样一位以减少风险为己任的投资者而言也不例外。这个问题更多的是市场结构和程序的问题，而不是投资决策优劣的结果。任何一名在蒙克里夫的空头投资策略中看到优点的人在具体执行时需要谨慎并清醒地认识到，一项设计完美的计划有可能在执行时走样。从实际上说，对于美国以外的个人投资者而言，任何形式的空头交易都充满了制度上的障碍，对于职业或全职的投资者而言更是如此。尽管对于任何对此有兴趣的投资者而言，如果所经营的账户活跃到足以对股票经纪人施加影响力，买空卖空某种股票也是可能的，但在很大程度上，个人投资者仍将看跌期权看作是首要和最后的避险法宝。

“我们不喜欢谈论所持有的空头头寸。可借股票有数量上的限制，因此，尤其在自由浮动相对于市场资本总额而言非常小的非美国市场上——日本银行业就是这样的一个例子——市场确实可以挤压你的利润。一些非常高明的美国投资者在 1992 年夏天就犯了一个这样的错误。他们当时在日本持有一些专业银行的空头头寸，结果遭到严重挤压。日本产业银行的股价在当年 6 月底和 9 月初之间上涨了大约 105%，而同期日经指数仅上升 17%。对此，这里有一个基本教训：当你看到其他投资经理人详细谈论空头交易时，你应该小心从事。”

当你看到其他投资经理人详细谈论空头交易时，你应该小心从事。

尽管存在这么多可能出现的问题，但对于任何一名能够实施多、空头配对交易的投资者而言，蒙克里夫的策略确有许多内在的魅力。这种策略能使你有效地在同一净现金风险水平上用两种方法赚钱，同时大大降低市场的系统风险，真可谓一举两得。“我们能够同时使多头投资价格上升并使空头投资价格下降，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种分配相当平均。”蒙克里夫是不是修成了投资者的正果?

影响蒙克里夫投资组合构成的因素不仅是上市公司本身，而且也包括这些公司的特点。打个比方，你一定不想要四条左腿式的畸形“对子”吧。

“我们关注的另一点就是投资组合多、空两端上市公司的相对财务杠杆。它可以通过行业平衡减少这方面的投资风险。在工程行业中，也许该用一家财务杠杆高的公司作空头，而用另一家财务杠杆低的公司作多头。但在零售行业中，应用一家财务杠杆高的公司作多头，而用另一家财务杠杆低的公司作空头。”

对于那些确实对日元着迷的人而言，可以逐步进行三个层次的风险交易。将股票和行业两个层面上的分析扩展到不同地理范围内的市场中去时，就增加了第三个层面。

“我们已经发现，不同市场同一行业的公司之间存在相关性。市场越发达，相关性就越强，而风险管理也就更困难。比较容易的做法是，先分别在各个市场内观察股票，然后选出回报预期最佳的市场。”

这种思路也适用于同一市场内部不同档次的股票。

“有时候，人们更倾向于用市场资本稍小的公司做多头，而不是做空头。但是，大盘股经常更倾向于接近实现全部价值；在中盘股领域，则经常会出现价格漏洞。因此你必须控制住任何个人投资偏好。”

接下来，蒙克里夫会根据其他估价标准，在整个投资组合当中实现价值高估股票和低估股票的最佳平衡，再次进行空、多头投资的划分。

“你还必须注意，你认为是价值尺度的东西也许仅是一个破产风险的尺度。我得知，如果某个投资者 1928 年在美国市场上买进所有市价与账面

你还必须注意，你认为是价值尺度的东西也许仅是一个破产风险的尺度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格比最便宜的股票，并用市价与账面价格比高得多的股票作空头，那么他将会在1928～1933年间赔钱。因为其中一些最便宜的股票最后停止交易。”

(八)股市分析高手——电脑

尽管佩里格林·蒙克里夫的投资活动没有一点学院派的特点，而且他一切目的就是增加投资组合的实际利润，但他身上确实有着某种教授式的气质。包括他曾经效力的瑞士信贷第一波士顿银行在内的顶级产权交易商，都经历过从最权威的学术机构聘请著名理论家、对他们从多年幕后试验中产生的投资理念进行检测的阶段。尽管蒙克里夫强调电脑仅是投资工具并非分析大师，但人们通常认为这个“黑匣子”越是隐密和复杂，就越好。日益普及的电脑在20世纪80年代早期就已开始成为证券交易所不可或缺的一部分，而不再是什么新奇事物，它的确进一步提高了计算能力。蒙克里夫对电脑并不生疏，但同时也没有脱离现有数据资源不足的现实情况和实际的市场条件。

“我们拥有一个高度系统化、自下而上的电脑选股模式。它在相对效率较低但同时相对具有流动性的市场中效果最佳。这些市场没有多少内部消息，而且投资者是在一个公平合理的竞技场上进行竞争。除了美国以外，这一模型在日本、英国和法国都取得过成功。我们还发现，利用它在墨西哥、马来西亚和巴西等一些发展中市场选择多头头寸也很有效。”

具体地说，布坎南公司的选股方法使用的是少数几个精心细选出来的核心比率和量化指标。在绝大多数市场中，它们都是以以下主题的变种形式出现的：

- 收益产出(市盈率)
- 市价和账面价格比
- 价销比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益修正值

“你必须考虑企业的价值，它部分来源于销售。一家利润受到挤压的公司有时会成为有吸引力的并购候选企业。”

上述过程完成后，蒙克里夫还会对股票进行自上而下的排名。这种排名并非毫无目的，而是构筑多、空头头寸的起点。

“我们会对排名最前和最后的股票进行具体分析。我们试图确保多头和空头投资的风险性相互关联。我们试图控制被称为跟踪误差的背离风险。我们倾向于在英国和日本打造跟踪误差为3%～4%的投资组合。这意味着，在任何一年中，因为投资组合的内在风险，这种资产配置法的赔钱风险要有17%。”

“在日本，我们会在候选的1500只股票中持有300个头寸，包括180个多头和120个空头。当你试图获取额外回报时，在不反向推动价格的情况下进行大规模交易是比较困难的。市场条件不会总是允许你大规模地进行多、空两种头寸的交易。”

蒙克里夫认为，在电脑选股模型中仍有人为干预的空间。尽管它只是作为常识性的检验而非决定性因素，但也足以令人宽慰。

“在很大程度上，这种选股过程是由我们所创造的电脑系统强加于我们自身的。如果我们不喜欢电脑所说的话，就意味着我们不得不找到修改程序的理由。如果用过多的人类反应对抗一个经过考验的电脑系统，就总会犯错误，因为你可能错过了这一系统提供的客观性成分。”

“我们在英国市场采用电脑模式的初期阶段，维克斯造船与工程有限公司的股票看起来非常便宜。但我们认为这家公司没有未来。谁会去买一艘下沉的潜水艇呢？因此，尽管电脑系统告诉我们要买进这只股票，但我们还是在股价跌到4英镑时也没有买；结果这样做使我们的成功打了折扣。我们很快明白电脑系统是对的，并在股价稍低于9英镑时买进，并最终以15.25英镑的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格出售。”

“我们的电脑程序关注无人关心的公司，并引导我们进入价格便宜的行业。我们在 1992 年购入银行业股票，而最近买的是与烟草有关的莫林斯公司和英美烟草公司的股票。两年前，由于人们担心威康制药公司最畅销药物‘阿昔洛韦’的专利地位不保，这只股票变得相当便宜。我们因此用它作多头，同时用葛兰素公司做空头。我们会做一些不合本性的事情。葛兰素向威康发出买方递盘时，我们不但交易成果甚佳，而且发现自己处在企业并购活动中正确的一方——用买家作空头，并用被收购的公司作多头。”

“当被问及选股成功的原因时，我会说，一般而言，80% 归功于系统，20% 在于人。但这也因不同市场而异。不要忘记，人们在不断建造并及时更新电脑系统。而且，股票的盘面越小，具体风险就越高，因此我们将更仔细地观察数字，以便做出自己的调整。我们的电脑系统是使用统计数据的专家系统，而并非统计系统，它所设置的所有权重都来自于管理投资组合的专家们的经验。”

“我们严格的电脑程序还有一个优点，它使你信奉这样一句格言：牛和熊都能赚钱，惟独猪赚不了钱。”

“我们曾用一些处于后增长时期的所谓热门股做空头，比如生产橱柜的斯普林·兰姆公司，以及知名时尚企业劳拉·阿什利公司。我们发现，为了看到这类空头交易的效果，你经常必须等上较长的时间。而且，它们的成效经常出现在发出利润警告之后。这时，你就会看到这类股票下跌一大截，有时紧跟着还有另一次下跌，因此你不想太快收取利润。反过来，如果你在这类股票出现第二次甚至第三次下跌前买进，应该十分小心。电脑评估系统使我们得以迅速地对股票在每个价位上的相对吸引力做出评估。”

为了使你在了解蒙克里夫如何管理头寸的同时来一点“调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料”，让我们看一看图 10-1(见下页)。它是一张投资组合摘要表格，是被用来跟踪投资组合的各种特征的。它描绘了蒙克里夫对量化分析的爱好如何驱动他的权重配置。机构投资者将对此感到非常亲切，而其他人则会喜欢另一个挑战性低一些的表格。

(九)充分运用宏观和微观模型

蒙克里夫的投资模型中兼有积极和消极的成分。他避开许多传统的经济变量，赞成回到最基本的收益驱动分析法。但他的焦点并不在于收益的绝对水平，而在于变化的意义。他认为，如果有任何动向出现，就是在传递一种信息。如果事物静止不动，这种休止状态也同样会告诉你一些东西。

“许多人倾向于看重国民生产总值的增长、通货膨胀、利率和许多从宏观经济假设当中产生的数据。这些模型也许会在长期起作用，但它们难以判断市场时机选择，其结果就是操作性不强。”

“我们认为，股市的动向部分产生于利率相对于收益的移动，同时也产生于一个市场当中所有公司整体收入预期的相对变化，也就是情绪的反映。因此，在一个国家当中，当分析师们对收益行情看涨时，这个国家的股市业绩将超过另一个收益预期降级的国家。同时，预期变化的态势有一种持续倾向。当预期升级时，你将在未来得到更多的收益升级，直到这种趋势中断。”

“许多市场分析人士观念保守，而且工作进程不连贯。他们也许每隔六个月观察一家公司，而实际上发生的变化要快得多。这些分析人士会加以考虑的一件事就是他以前曾经说过的话，这是出于后续合理化的需要。因此他会试图使预测接近于平均值，避免走极端并试着不要对以前的预期作过大改动，并且他的预期也许会被他的计算证明为合理。”

“因此，当某些分析人士的预测偏离平均数，就是一个重要现象；而当你看到预期值由平均值升高或降低时，就尤为重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司名称	简称	价格	行业	公司		收入修正	修正值变化	最后变化	准备金修正值	阿尔法总值（除准备金）	级别基点/权重	头寸情况
				指数	阿尔法值							
英国股票模型		指数		平均	0.0%	0.0%	0.0%	3月26日	0.02%	-0.2%	-2	
现有头寸		1＝金融时报指数		模型	0.2%	0.2%	0.0%		0.00%	0.1%	-1	多头
96年4月1日		2＝250		标准差	5.0%	2.3%	1.2%		0.49%	5.7%	28	空头
18:56		3＝其他所有股票		最大值	14.6%	6.8%	6.0%		1.50%	17.9%	65	净值
		4＝其他指数价格		最小值	-16.6%	-7.5%	-6.3%		-1.50%	-21.6%	-82	总值
					投资组合风险				战胜指数			
					1.86%	0.70%			0.03%	5.69%	12	0.63
劳埃德化学公司	LYC	477	商店	2	1.2%	1.1%	0.0%	1/29	0.00%	17.2%	37	2.97
标准渣打银行	SIAN	609	银行	1	-1.4%	3.2%	-2.0%	3/22	0.29%	16.4%	30	2.97
英国航空航天公司	BA	859	航空工程	1	0.2%	4.5%	-3.0%	3/27	0.32%	14.1%	61	1.81
《镜报》集团	MGN	218	媒体	2	5.9%	0.4%	-0.4%	3/19	0.02%	13.8%	27	1.52
万盛国际	MSY	726	电子	2	-5.9%	5.1%	-1.3%	3/5	0.22%	13.8%	36	2.97
迪克森斯集团	DXNS	447	商店	2	-4.4%	3.5%	0.3%	3/22	0.36%	12.8%	56	2.67
默林公司	MLN	909	工程	3	1.9%	0.3%	-0.2%	3/19	0.25%	12.2%	13	2.05
霍格·罗宾逊公司	HRB	230	商业服务	3	6.6%	0.0%	0.0%	3/5	0.20%	12.1%	13	1.15
T&S 商店公司	TSS	204	商店	3	8.0%	1.2%	0.0%	3/28	0.05%	11.9%	30	0.52
贝特公司	BET	203	商业服务	2	-0.1%	0.2%	0.0%	3/14	0.35%	10.9%	5	2.23
阿密施塔德公司	ATD	188	电气	3	9.3%	1.5%	-0.2%	3/8	0.83%	9.8%	65	-0.35
联合化学公司	UNC	243	保健	2	11.6%	0.8%	0.5%	3/14	0.01%	8.9%	21	-0.72
考伊－T公司	COWE	346	汽车	2	3.4%	3.7%	3.1%	3/19	0.16%	8.8%	24	0.38
莱克斯服务公司	LEX	317	汽车	2	13.7%	-1.4%	0.0%	3/19	0.00%	8.7%	11	-0.74

图 10－1　1996 年 4 月的投资组合摘要表格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监视收益预期变化的动向非常重要。”

> 把一个国家所有的收益预期集中起来，就是衡量企业界情绪的很好尺度。

“把一个国家所有的收益预期集中起来，就是衡量企业界情绪的很好尺度。对数百家公司进行研究的分析人士得出的预测数据可信度应该比较高，而且他们的前景预期比少数经济学家利用宏观模型对一个国家作出的经济预期更为可信。”

(十)处理大量数据的缺陷

有句老话：进来是垃圾，出去还是垃圾。这对投资决策同样适用。筛选数据对于投资分析过程至关重要，而对数据输入进行管理正是蒙克里夫和他的管理团队增加投资价值的一个原因。

“有时候，数据方面会出现问题。你必须核对一些特殊数据，也必须关注财会政策。比如，在英国，收购会计是一个令人担忧的领域。贬值数据是多少？分期偿还数据又是多少？”

“如果你检测所有的数据，将发现在你进行后台测试时好像起作用的东西，会成为意外挫折——事实上，它们对于结果没有什么意义。沉迷于数据可能会是危险的。比如，你努力挖掘数据，将会发现一些看似可知的权重数据，并结合过去的事例计算出如何取得最好回报，但这对未来仍有可能是毫无意义的。”

(十一)不要被股票态势引入歧途

蒙克里夫的性格中不可避免地更多地带有交易商的气质，而不是投资者的风格。这种气质经常会突出地显露出来，但在绝大多数时候发挥了积极和建设性的作用。“为了得到一个就必须放弃另一个”，这意味着蒙克里夫像一名精明的交易商那样提高投资业绩。凭着这一点，他的业绩每年可以增加一个到两个关键的百分点。他这种交易商式的投资手法反映了投资者们应该死记硬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

背的几条简单的投资原则。

“许多投资者发现，要使他们不碰价格上涨的股票或远离下跌的股票都非常困难。”

（十二）在现金涌来时出售

我们试图利用流动性出售股票，因为这是最佳时机。

“当大量现金流入市场时，我们的对策包括利用可能出现的价值高估卖出头寸。当我们试图在流动性到来时利用它出售股票，因为这是将流动性较差的股票兑现的最佳时机。从某种程度上说，一只封闭式基金的折价是投资者所需要的一种证券风险溢价功能，因此当它的折价幅度收缩时，我们将向市场提供股票以满足这种需求。”

1996 和 1997 年会怎样

理解过去是有益和重要的，但投资者可以用历史眼光去做的事情却是有限的。了解像蒙克里夫这样一位市场大师的思想，以及他认为未来的最佳投资机遇将在何时出现，可以开辟出更多产生利润的应用途径。

“我的认识也许与其他的人太一致了：那就是，相对于一些发达市场，新兴市场至少在现在(1996 年 4 月)有些被低估；欧洲大陆的证券市场仍然有许多机遇，因为各国国内机构的持股率不高。”

“在这些欧洲国家，股票投资者的竞争度没有达到英国的水平，因为养老金基金和保险公司试图通过提高优惠条件，收取日益增长的年金数额，为未来的债务避险。你不会想和准备支付保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险费的人竞争，因为他们几乎总是在保险方面投入过多。美国的情况却不同。尽管美国股市整体而言也许有些被高估，但你仍可以发现一些跟踪不足、持股不足并因此价值被低估的个别公司。而且即使美国市场估价很高，你仍可以不时地在小盘股和中小盘股身上找到额外价值。”

“尽管在英国的小盘股领域很难找到稳定增长的公司，因此投资机会有限，但总的说来，在英国和美国，如今许多的最佳投资机遇存在于最小的上市公司以及未上市板块中。这就是我为什么认为北大西洋小公司投资信托如此有吸引力的原因。不要过多地投资于热门股绝对是上策，尤其是在我们最近看到的一次股市大幅上涨之后。把钱投在绩优股上是很有诱惑力的，而且，每当形势顺应你的时候，这一策略可以奏效。但是，当市场形势逆转时，它却使你过多地暴露于危险中。”

蒙克里夫认为，那些安全的、为人熟知的股票将没有太大作为。1997 年的投资者们不再需要美国国际商用机器公司和英国帝国化学公司等一些蓝筹股和“古老而美好”的金边债券。至少，对于那些想认认真真地把投资组合引上盈利之路的投资者，这些都不在考虑之列。

蒙克里夫同时指出：“最大的赚钱机会在于已经失宠的新兴市场。”

眼下的问题就是，1997 年的前景怎样？蒙克里夫毫不犹豫地点明了他心目中的最佳投资地点。他的这一推理具有长期意义，但一些具体建议则会不可避免地由于时间而改变。

> 最大的赚钱机会在于已经失宠的新兴市场。

“从英国的角度看，投资者指望能赚钱的地方是在东欧。它是我们的后院成长地区。”

“我们目前的首选是俄罗斯。那里的市场也许还将下跌。俄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗斯最大的蓝筹股卢克石油公司如今的交易价是 4 美元上下。私有化凭证的拍卖价是 3 美元左右，因此股价还未降到底。这只股票曾在 1994 年 9 月达到每股 9 美元，我预计股价在一年后将比现在高一些。不用说，在俄罗斯其他领域还有更好的机遇。”

“其中一个机遇在于优先股或所谓的‘特权股’。拿卢克石油公司来说，优先股交易价为 1.30 美元，而普通股则是 4 美元。与卢克石油公司的普通股相比，优先股具有同样或比前者更好的现金分配权益，但交易价却只有前者的三分之一不到。就是这么简单。因此，我们用优先股作多头，用普通股作空头。”

“除非有人想用股东权利作交易，卢克石油公司的优先股一般不设投票权。不过，除非你是一名战略投资者，否则投票权在俄罗斯并不那么重要。在绝大多数新兴市场中，过于看重投票权并不值得。你必须接受看别人脸色行事的事实。你必须留意其他股东的投票权才能知道是否有一个强势人物或团体将做出损害股票投资者利益的行为。”

“俄罗斯的另一个投资机遇是诺里尔斯克制镍公司。它占有世界镍市场的四分之一。该公司 25% 的股票是优先股，其红利净收益为 10%。但它的普通股没有什么红利。普通股和优先股的交易价分别是 4.40 美元和 3.20 美元。如果俄罗斯政府进一步出售诺里尔斯克制镍公司的股票，那么根据公司章程，优先股可以兑换为普通股，而且这非常可能发生。此外，该公司绝大多数收入是美元，这也减少了卢布币值的风险。”

“当然，在俄罗斯投资也会遇到陷阱。他们也许会将支付红利的日期推迟到卢布崩溃之后，或者他们不打算全额支付。俄罗斯的所有交易都有很大的机能性风险。而且除了注册风险外，还可能有另一种风险：上市公司在利润发布比现金流量大得多的情况下会使用各种手段避免支付红利。不过，在俄罗斯，绝大多数优先股股东是本企业的工人和管理人员，因此你至少是处在正确的阵营中。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，绝大多数此类头寸，尽管极其有利可图，但其中的奥妙却不能被大多数投资者所掌握。那么，打算在俄罗斯发展的普通投资者应该何去何从呢？

“弗莱明投资管理公司有一只俄罗斯基金。不伦瑞克公司是俄罗斯当地的投资顾问机构。它们都不错。你也可以看一看坦普尔顿投资管理公司的俄罗斯基金。如果你要在俄罗斯投资，是有办法可以做到的。你将发现上述基金的构成相当类似。你也可以买进市盈率为 1 倍的电力板块股票，比如 22 美分的莫森内尔戈公司股票。该公司有一只在美国发行的 3 级储蓄证券，但很可能会降到 1 级。卢克石油公司也有一只 1 级储蓄证券在美国纽约上市交易。”

蒙克里夫认为俄罗斯是一个内部萧条的市场，因此显然可以进行违反常规的另类投资操作。他同时坚信，俄罗斯市场将在大选前走出谷底，正如巴西两年前的情况一样(结果，他的预测是正确的！)。他认为，对以英镑衡量总回报的投资者而言，其投资日程表中的下一个对象就是巴基斯坦。和俄罗斯一样，这个国家也不是投资者的日常选择，但蒙克里夫将它说成极具魅力。他认为，巴基斯坦市场至少比俄罗斯更容易进入。而且绝大多数经纪人都可以在这个市场进行交易，或是有一个可以交易的对象。

“巴基斯坦市场疲软的一个原因是 1994～1995 年棉花歉收对纺织业造成的负面影响。而 1996 年的大丰收使得这个仍然严重依赖农业的市场前景发生了戏剧性逆转。然而，这个市场基础条件很差，技术落后，而且最近又因国家电信企业巴基斯坦电信公司发行的国际股票价值高估而雪上加霜。这样，巴基斯坦市场的整体估值就比印度低得多。但从迅速增长的劳动人口和快速经济成长的角度而言，这两个市场的动态是相似的。”

“我们尤其喜欢一家叫‘电信卡’的巴基斯坦公司，它是一家经营预付话费业务的电话运营商，股价在 75 卢比左右。今年该公司应该可以达到收支相抵。我们认为，1997 年它的股价将下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至每股 20～55 卢比。但是，由于市场潜力无限，这家公司收入数字的不确定性十分巨大。由于巴基斯坦的电话普及率非常低，因此这种业务正在出现令人难以置信的幂数级增长。最近的一次事故使该公司在卡拉奇的电话网络被迫关闭，直接影响到它的估值。但是，我们感到这种状况不会持续太久，而且代表着一种买入机遇。”

“当人们在新兴市场买进大盘电信股时，容易忘记的一件事就是这些企业需要为大量的员工和巨大的基础设施支付成本。然而，无线电话使新兴市场的电信行业发生了革命性的变化。‘电信卡’公司可以在几分钟内安装一部无线电话，而且一旦他们的地面站基础设施到位，就可以很快地大量安装电话。”

“个人投资者还可以通过摩根·斯坦利的一只美国基金进入新兴市场。”

除了俄罗斯和巴基斯坦，蒙克里夫选择的第三个市场即使不是家喻户晓，也是家常便饭。蒙克里夫发现，过去日本市场产生了大量的估价漏洞，到 1996 年仍是如此。

“你必须小心翼翼，因为有可能在日本赔钱。但日本市场自 1995 年中期以来发生了重大调整。”

“单纯从收益上看，要认清日本的情况比较困难。因此，你也必须观察一下优先资产，以便为自己提供某种保护。”

“在日本，你可以买进我所说的一只或几只净值股(以低于每股现有资产价值的价格出售的股票)，这是在当地进行投资的一条合理和安全之路。这种股票不会为你提供如同在俄罗斯一样的涨势，但风险却小得多。”

请注意，在这里，蒙克里夫已经将《聪明的投资者》一书作者本·格雷厄姆的计算方法应用到日本公司体系的特殊环境当中。他同时也使用了某些不适合格雷厄姆定义的资产，尤其是长期持有的流动投资，以及可变现的某些房地产。表 10－1 包含了 1996 年 5 月符合蒙克里夫标准的某些日本公司。它们以英文字母

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-1　日本上市公司中的部分“净值股”（1996 年 5 月）

名称	主要业务
同丰有限公司	主要生产高档男女羊毛服装
仓敷纺织公司	垂直统一管理的针织品制造商，主要做天然纤维产品。
日清纺	原来是棉纺企业。如今成为工业和消费针织品制造商。
日铁矿业公司	石灰石、沙砾和其他矿产品生产商，也有部分制造业
郡是公司	生产袜子和内衣
奥克公司	非商店零售商

顺序排列。但是，读者们必须考虑到估价将会发生的变化，因此这张表格并非投资建议。

蒙克里夫看好的市场还有法国，那里的房地产跌到跳楼价。但他担心，从法国证券指数交易中得到的利润可能会在货币交易中失去。如果看得更远和更前卫一点，蒙古可能是 1999 年的热门市场。当越南开始出现股票交易时，也将很快提供许多具有吸引力的机遇。蒙克里夫同时看好商业领域，并感到投资者应该为这个板块配置一些投资，而且可以通过类似于 BAW 消费品跟踪者基金的机构做这种投资。然而，蒙克里夫在提出任何一项投资建议时，都会同时发出例行的财产损失警告，并表明对无处不在的投资风险的担忧。甚至对自己喜欢的新兴市场，他也说过以下这句小心谨慎的话：

“就今后一两年的预期而言，我认为有大钱可赚。但我对今后五年的预期却有些担心。在更长的时间里，你必须考虑到货币的可兑换性、对政治风险的担心，以及某些亚洲国家可能会因为经济变化导致政局不稳，进而发生重大危机。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一名积极的投资者

综上所述，蒙克里夫显然并不只是一名投资者。投资者形形色色，包括一刻不停的交易商，以及把股权证放在装袜子的抽屉底下、数十年持有同一资产的守财奴。蒙克里夫走的是一条中间道路。一旦他发现了价值，他便希望脱手出售，因而他就能得到利润，并朝下一个目标前进。因此，并不奇怪，如果进展甚微，蒙克里夫就会穷追不舍。更不奇怪的是，他相信需要有人不时地在投资环境中兴风作浪。

“投资者能够采取理性的进攻行为，是健康的表现。投资管理人员具有独立性，并准备好采取敌对行动重组一家上市公司，这也应被视为好现象。否则，投资行业就太舒适了，股东权益得不到维持，而且执行董事和非执行董事之间的关系就会变得过于亲近。一些大型投资管理集团在经营自己的封闭式投资工具时，常常不愿对其他同行采取咄咄逼人的态度。当他们和一家大银行有瓜葛——或者更糟的是，与一家金融公司有关系——时，可以理解，他们就难以对一家上市公司采取进攻性行动，因为他们害怕得罪支付管理费的企业客户。”

“除非有人准备好兴风作浪，否则市场走势就不会比平时更明朗。许多新兴市场股市经纪人花时间保护的是他们自己而不是客户的利益。伦敦在 1986 年发生金融大冲击之前也过于舒适，目前这种余毒仍在流传。”

为了坚持自己的理想，蒙克里夫甚至准备对某些上市公司明显地欺负少数股东的现象提出起诉。带着强烈的责任感，他还提醒上市公司的董事们注意自己作为受托人所担负的责任。因此，当蒙克里夫介入时，每个人都会受益。因此，他以某种方式全面履行了自己的表率作用，成为一名倡导者和股东活动家，并愿意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 除非有人准备好兴风作浪，否则市场走势就不会比平时更明朗。

挑战既得利益者。在这一方面，他与 JO. 汉布罗公司的克里斯托弗·米尔斯有许多共同点。《金融时报全球投资指南》第 681 页曾介绍过后者的事迹。事有凑巧，蒙克里夫还是 JO. 汉布罗公司北大西洋小公司投资信托的董事。

当上述这只信托的股票发生大幅折价时，米尔斯没有坐等别人的帮助。他找到董事会并提出一项独立的重组计划，得到了包括蒙克里夫在内的董事们的支持。结果，北大西洋小公司投资信托的股票被拆分为可兑换股和普通股，并同时实施挽救项目，使股票折价从 30% 多升到不足 10%。在这个故事里，每个人都是英雄，所有的股东都赚了钱。蒙克里夫也履行了自己的承诺。

蒙克里夫从不喜欢谈论自己的能力，也避而不谈自身卓越的业绩纪录。他强调的是布坎南公司管理团队共同创造出的严格而系统的投资策略，并谦虚地称自己是“车轮润滑剂”。如果有人怀疑蒙克里夫的投资策略是否真的成功，那么看一看结果，就会使所有的疑问烟消云散。1995 年 12 月，布坎南合伙公司用一组令人惊讶的数字使它的投资者们目瞪口呆。(见图 10－2)

由布坎南合伙公司于 1995 年底重新发起的特殊新兴市场基金初战告捷。1996 年 4 月，它上涨了近 17%，而同期的摩根·斯坦利国际资本公司新兴市场指数仅上升了 6% 多一点。布坎南系列基金自创立至 1996 年 5 月，业绩为相应市场基准的 2.5 倍——代表了一个真正非凡的成功故事。

蒙克里夫总会回过头去看一看身后的风险有多大。根据这种做法，布坎南公司在图 10－3 所示的风险调整的基础上对自身业绩进行了评估。从中可以看到，相对于各自相应的市场基准，该公司基金家族的所有成员都处于优势位置。布坎南合伙公司不仅创造了高超的业绩，而且是在克服风险的情况下取得这一成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

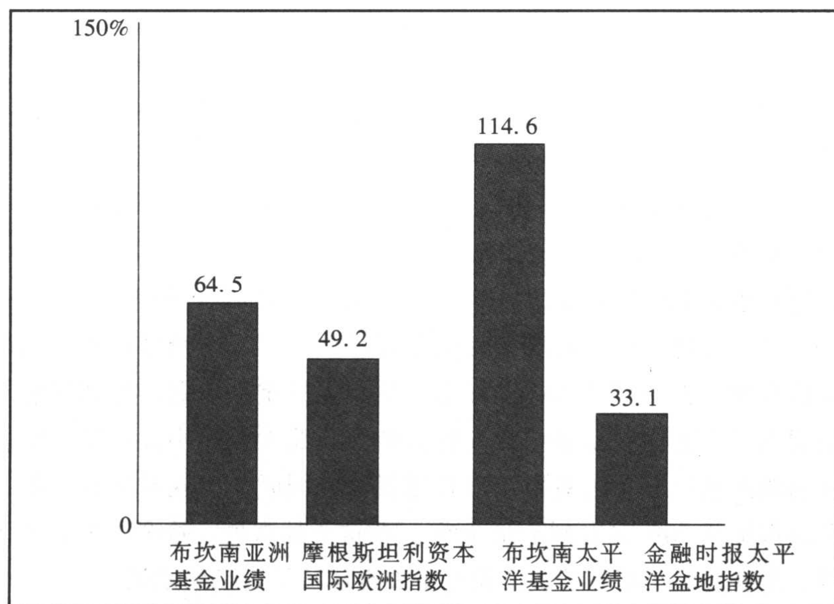
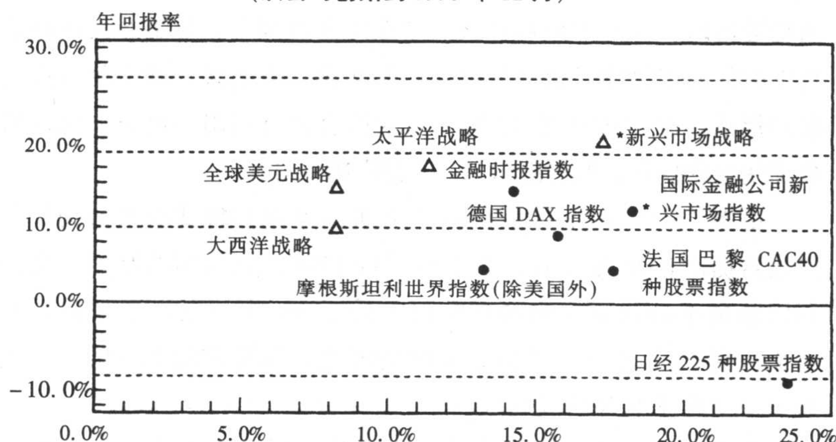


图 10－2　布坎南合伙公司业绩与相关板块基准的比较

（从公司创始到 1995 年 12 月）



＊新兴市场 1992 至 1995 年

△布坎南系列基金

图 10－3　风险／回报特点比较:全球股市对比布坎南战略

（1991 年 1 月～1995 年 12 月）

来源：布坎南合伙有限公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩的。

布坎南合伙公司的每条策略都为股东们提供了高于相关市场基准的回报，而且所承受的风险也低于市场整体水平。有此佳绩，投资者们应当别无所求！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 他相信，理想的投资组合应该广泛分散："否定基金经理人从书本上学到的所有东西。"
* 长期持有优质股："作长线的人，如果能够持之以恒，将能掌握命运。"
* 在国际一般信托十年总回报排名中连续七年位居榜首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

迈克尔·莫尔：
分布越广，风险越低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够使一只投资信托同时打入五年期和十年期业绩排名的前 15 位，以任何标准来看都是一项非同寻常的成就，而能够取得这两项成绩的人也一定不简单。就算走遍当今世界所有主要金融市场，也难以找到类似的奇才。我们这里说的这位奇才，名叫迈克尔·莫尔，是英国亨德森管理公司的银行家，投资信托和法律与债券信托的经理人。

莫尔管理的信托曾在德勒·内姆南特资本管理公司宽松而时尚的氛围中度过了 29 年，最近才归属以工作紧张和管理严格著称的亨德森管理公司。为适应后者的工作作风，莫尔花了不少功夫。

亨德森管理公司拥有一支强大的经理人团队，除了莫尔以外，还有约翰·亚历山大、布赖恩·阿什福德－罗素、史蒂芬·皮克、理查德·史密斯、迈克尔·瓦特和新近加盟的蒂姆·伍利。这些人经营着一大批投资工具，而且都做得非常好。然而，即便在强手如林的亨德森管理公司，莫尔的长期业绩仍然首屈一指。

莫尔过去 20 年的大部分时间里都在管理银行家投资信托。确切地说，他是在 1977 年 7 月被任命为这只信托的经理人的。他参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与管理法律与债券信托的年头更早，但他主管的时间并不长。1987 年 5 月以后，莫尔才成为影响这只信托投资方向的主导力量。同时，他还在 1982 ~ 1991 年期间管理过 TR 城市信托，并且使之面貌一新。

毫无疑问，银行家投资信托是莫尔的旗舰基金。这一信托历史悠久，迄今已有 108 年历史，也是英国现存历史最久的公共投资信托之一。它的管理者历来都严格遵照这只信托的既定方针行事。1994 年 2 月 18 日，这只信托召开年会，重申了一贯方针，并将其写进当年的信托年度报告。这些方针包括：

- 通过广泛分散的国际投资组合实现股东回报总值的最大化
- 取得超过《金融时报》股指的长期资产增值
- 取得超过零售物价指数增长的常规红利增长

在莫尔领导下，银行家投资信托兑现了上述所有方针。而且，莫尔在描述他的投资哲学时，事实上就是在阐述这些方针如何转化为实际行动。他的话语中反复出现着几个关键字眼，比如“广泛分散”、“长期资产增值”和“常规红利或收益”。我们将在本章稍后部分对这些莫尔投资理念的核心主题进行解释。

银行家投资信托的业绩基础并不稳定，在莫尔加盟之前，这只信托的业绩曾经低于平均水平。而且，息率问题使莫尔身上的担子更为沉重。银行家投资信托是英国第 8 大派发息率最高的信托，为 8.2%，仅次于“河床”信托。这就需要有一个过渡时期，使这只信托在通过重组取得资本增长的同时，保持某种收入水平并就固定分红数额与股东进行协调。到 1981 年，这只信托的投资组合已经实现“莫尔化”。同时，继撒切尔政府首个预算计划出台后，投资信托行业的外部环境也趋于正常。从这个时候开始，莫尔开始在这只信托发挥自己的影响力。

归纳莫尔的业绩并不困难。惟一的问题是挑选其中哪一组数据作为范例。无论采取哪一组数据，它们都反映了同一个事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11－1　业绩最佳的投资信托

从 1990 年 9 月 28 日开始的 5 年期基金			从 1985 年 9 月 30 日开始的 10 年期基金		
第一菲律宾	4232.27	1	坎多弗	8923.52	1
TR 太平洋	4123.91	2	法律和债券公司	6979.52	2
新西兰	4019.52	3	北大西洋小公司	6956.52	3
坦普尔顿新兴市场	4001.66	4	资本齿轮	6914.85	4
太平洋资产	3936.99	5	太平洋资产	6776.26	5
美国机遇	3913.04	6	英国国民戴夫	6049.92	6
苏格兰亚洲人	3491.27	7	银行家	6020.99	7
北大西洋小公司	3298.97	8	第二市场	5973.08	8
法律和债券公司	3289.99	9	戈维特东方	5689.46	9
TR 远东收入	3255.54	10	海外和殖民地	5650.67	10
个人资产	3138.19	11	海外和殖民地太平洋	5625.24	11
加特莫尔新兴太平洋*	3131.71	12	伦敦 TR 城市	5439.54	12
万神殿国际参与	3091.78	13	默里小市场	5394.67	13
银行家	3080.70	14	马丁居里太平洋	5296.95	14
亨德森地层	3039.02	15	水星基斯通	5214.17	15

来源：HSW

*经《投资家年鉴》许可复制

——选择莫尔管理的银行家投资信托或法律与债券信托为其理财的投资者都得到了丰厚的回报。让我们从《投资者纪事报》1995 年 10 月 13 日刊登的一个名单开始说起。

我们还可以查到莫尔更早的业绩纪录，从中可以发现，从那时起，他就一直不间断地战胜所有相关基准。在过去 15 年中，莫尔取得的资产回报率接近于英国《金融时报》指数同期涨幅的一倍，这表明，他全面而持续地战胜了整体市场。图 11－1 显示了这一优异纪录。

莫尔的出色表现不仅如此。而且，要显示莫尔的业绩，仅用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 11－1　银行家投资信托股价与《金融时报》A 股指数增幅比较

来源：数据流公司

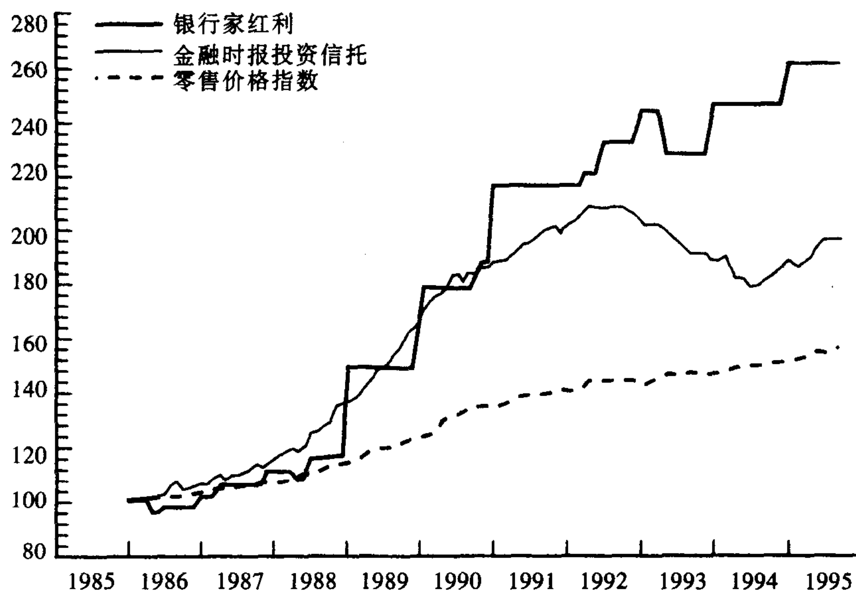


图 11－12　红利增长情况(1985 年 12 月 31 日～1995 年 9 月 30 日)

来源：数据流公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价增长来衡量是不够的。自接管银行家投资信托后，他清醒地意识到需要提高红利水平；他最终做到了这一点，而且没有因此影响资本增长。在过去十年中，他以红利增长超过平均水平 50% 强的业绩战胜了投资信托指数，并取得了与零售物价指数相比非常实际的回报率。图 12－2 反映了莫尔为股东们提供的高额收入。

只要和莫尔谈上几分钟，你就能很快悟到他为何如此成功。当莫尔带着激情滔滔不绝地谈论起市场和他所经营的基金时，这种谈话很快就会变为一种独白。没有人可以否认他对投资行业的热爱或关于市场的知识，以及对特殊股票百科全书式的、绝对令人敬畏的记忆力。然而，他在早年时期却没有显露出具备这种才能的明显迹象。

如果和莫尔谈及影响他最终投身投资事业的因素，你一定会注意到一种做生意的天性以及他未成年时期诸多爱好当中不言自明的数字偏好。值得注意的是，当年的莫尔并没有花许多时间从事体育运动，也没有展示出适合做学问的任何特殊天赋，而这也许为他留下了许多在其他方面发挥才华的机会。

“我一直喜欢物物交换，不管是香烟纸还是足球票，我都可以用来换几包口香糖。我喜欢一切与数字有关的东西。我喜欢集邮，而且还很幸运地在蒸汽机车称雄的年代里当上了一名火车监测员。我也喜欢棋类游戏(大富翁等)。我父亲教会我玩各种各样的扑克游戏。这些都是锻炼记忆力的好方法。”

“在投资界，能够记得住事实和数字是非常有用的。挖掘旧时记忆的宝库，是远离困境和发现机遇的重要源泉。”

“我哥哥曾供职于巴克莱银行。但他发现这份工作既徒劳，又枯燥。然后，他又到伦敦劳埃德保险市场做事，但发现这个地方只是稍稍有趣一点而已。因此，当考虑未来的就业选择时，我从不对银行或保险抱有任何幻想。我一直喜欢股票市场，而且确信它比做银行或保险都更令人兴奋。做股票的人看来都穿着更为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时髦的衣服，行动也更迅速。”

“我寻找的是这样的一份工作，它无需任何资历，可以获得迅速升职的公平机会，而不是死路一条……而且，在工作中我的任何才能都能很快得到奖励。基本工资不必很高，但分红一定要多。于是，我打定主意，认为当经纪人将给予我体面的生活水准并允许我很快升职。”

“我教母的邻居是一名股票经纪，他把我带进了投资这一行。1964 年，我从最底层做起，在布朗特公司当信使，后来又在内勤办公室做调配，打杂。这种工作被称为‘蓝色按钮’，也就是一名没有任何权力的办事员，但却使我处于市场前沿。我为公司客户收集信息但却不允许从事交易。过了一段时间，日子变得有点乏味，于是我向交易商们问了许多关于上市公司和人们为何炒股的问题，但他们最感兴趣的话题是如何卖个最好的价钱。”

莫尔初次从事投资实践是在 1967 年，当时他作为一名分析员加盟标准信托。莫尔将标准信托描述为“非常维多利亚式的地方”。在当年的投资场上，人人都是多面手，而且绝大多数信托都有大英帝国的遗风。当然了，在维多利亚时代，有轨电车和茶园都是国有的，真正的信托并不多。总之，莫尔最终从标准信托“毕了业”，成长为合格的经理人。

由于标准信托有一个地理范围很广的投资组合，莫尔因此首次接触到国际市场。他亲切地称这个时期为自己的“前投资阶段”。

“当时这只信托在所有讲英语的地方都有投资。在日本没有业务，在欧洲大陆也只有一、两项投资。”

莫尔当时所在的管理团队人手很少，因此他涉及了信托业务的各个方面。入行不到一年，他就开始与股票经纪人进行定期会谈并作一些基本分析。尽管他的最初投资经历明显缺乏日后成为家常便饭的出色表现，但也已开始做出一些实际的投资决策。

“我买了一只叫做奥尔曼国际公司的股票。该公司由一名能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说会道的流氓——莱昂纳德·马昌经营，他好像大部分时间都住在海峡群岛。我在每股 50 英镑时买进，但它很快就跌到 30 英镑。最后，我以 25 英镑卖出。”

“这件事教会我许多东西。而且，如果你在初次投资时赔钱也许真的是件好事。我认识到，我的失误在于让自己被别人的花言巧语所说服。我当初因为看好马昌先生的金融运作技巧，因此愿意支付溢价购买他的股票。但是，由于上市公司的利润令人失望，这只股票还是跌了，并使人对它的收益质量提出了质疑。这件事突出地揭示了一些大财团是如何失去魅力的——目前的汉森集团就是如此。当时，我算不上是一名真正的投资者。我习惯于抓住新发行的股票，以及诸如此类的东西，而在我的血液中，仍然流淌着某种快速炒股和寻求暴利的东西。”

这是莫尔在形成自己的投资理念前所得到的一系列教训之一。

如果要他谈谈自己的选股经验，其中最显著的特点就是他重视分散投资以及在大公司当中选股。

“我的选股法看起来可能是静止的。我通常需要一个非常牢固的蓝筹股基础。我会凭着三寸不烂之舌了解到每个市场前 20 家最大上市公司的情况。英国最大的十家上市公司占股指的 36%（至 1995 年 11 月）。市场上 20 只最大股票中的任何一只都必须严肃对待，因为它们的市场份额非常大。你不能忽视这个问题，也必须做出决定，将其中一些放进投资组合，而把另一些剔除出去。这将会为你提供一个非常稳固、非常广泛的优质公司投资分布模式。我理想中的投资组合分布非常广泛，而不是集中。这也许正是集中式投资管理的最高境界，并否定了所有基金经理人都学过的东西：必须运用大量资本支持选定的股

他最显著的特点是重视分散投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，并且要制订一份非常集中的投资名单。”

从1995年9月30日英国财政年度结束时银行家投资信托的投资分布当中可以发现，莫尔的确管理着一个分布非常分散的投资组合。其中最大的40项投资仅占30.1%的仓位。同时，他持有的资产数量多得出奇。1995年12月，他持有不下180种有价证券。

与此形成鲜明对照的是，在本书提到的其他顶级经理人当中，绝大多数人在同一仓位上(30%)只持有10只左右的股票，而且持有股票的数目也少得多。而且，对于莫尔来说，1995年并不是特例。回顾过去，你就会发现上述特点在莫尔各个时期的投资组合中都很突出。1988年，莫尔最大的40项投资占38.6%的仓位。1983年的比例更少，只有35.2%。莫尔对此的解释是：

“我发现，我更擅长选择时机而不是股票。这种分散化的策略使我的业绩更加平稳。”

莫尔在构建投资组合时非常小心，务必要使之合乎自己的胃口，并使信托的董事和股东们感到舒服。与其他一流经理人相比，他为蓝筹股设置的权重更高。同时，他的投资名单也是精挑细选出来的。

“我从不在任何一只信托中一时兴起地做某些事情。我也不会一上来就力争第一，而是紧跟领跑者，并力求少犯错误。这就是所谓的‘快速乌龟’手法。我总是处在那个位置，一直稳稳地占据着中间的跑道。在牛市中，一些经理人也许会加速飞跑并设法挤进前五名之列，但再过几英里，他们也许就崩溃了。只有具备毅力、持之以恒的长跑选手才能坚持下来，取得最后胜利。银行家投资信托和法律与债券信托的股东们要的不是刺激，而是超过一般的连续业绩，同时使风险最小化。”

“我的管理风格中有一种惊人的均衡性。银行家投资信托和法律与债券信托当中都没有所谓的神圣股票。我们认为，如果高度集中于少数几只股票，经理人便会开始过分喜爱这些东西。于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，一件得宠的资产成了经理人家庭的一部分。过分地集中于一两只股票，而且无论它如何涨落也绝不出售，这正是著名的艾沃里·赛姆投资公司倒闭的原因。这家公司曾是20世纪70年代最成功的投资信托集团。他们的投资集中程度之高，令人惊讶。他们选了一些很好的股票，但却不愿出售。或换言之，他们爱上了这些股票。”

正如我们所料，银行家投资信托的投资组合确实包含了许多大牌企业——至少他在英国是这么做的。在他1983年的投资组合中，你会发现BTR公司、英国石油公司和帝国化学公司。到了1992年，投资组合的名单中有英国石油公司、BTR公司、葛兰素公司和汉森公司。对于美国市场，他的选股方法要更开放一些。1983年，他不仅持有美国国际商用机器公司(IBM)这样的蓝筹股，也持有扬基油气公司和辛辛纳提金融公司这样的新股票。1992年，他在美国持有的最大资产是名不见经传的“活力男孩”公司，其次才是麦当劳。在法律与债券信托中，也有类似现象。这只信托1994年最大的持有资产是壳牌运输公司，其后有英美烟草公司和雀巢公司。

当莫尔进一步开拓国际市场时，他会选择持有当地最好的蓝筹股，如日本富士摄影胶片公司和日立公司、澳大利亚BHP公司、香港的太古洋行、荷兰的联合利华以及德国的拜耳化学公司。莫尔的投资分散化策略不仅体现在股票上，也体现在行业分布方面。经济活动中每个领域几乎都能在他的投资组合中找到一席之地，但份额总是很小。1983年，银行家投资信托年度报告列出了所持有的不下36种产业类别，其中仓位最高为6.95%，最小只有0.2%。

然而，这并不意味着，当莫尔看到一只可能具有非凡升值潜力的股票时，不会买进来为投资组合增添活力。他只是不会全盘压上，而是买进份量适中的股份。

“我的选股方法原则性很强。如果某家公司规模小一些或风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险高一些，我的投资就会比较小。我在胜算不大的股票上投入较少，但遇到一支把握十足的股票时，我就认为它值得持有。”

莫尔只有一次打破了上述原则。那次，他为银行家投资信托买进了英国小型计算机企业电子数据处理公司的股票。这家公司总部设在谢菲尔德，它的总经理是个足智多谋的企业家，但董事长却很保守。这家公司没有债务，有自己的不动产，并拥有分布广泛的优质客户群。这只股票的估价看起来有点过于便宜；市盈率为 7 倍，息率为 5%，折价率 20%。在 1984～1990 年间，莫尔以 140 万英镑的账面成本买进了这家公司 18.1% 的股份，这在当时是一个大手笔。1991 年，这家公司的潜力终于被其他投资者所承认，股价上涨 400%。在 1992～1995 年间，这只股票被重新估值，变动很大，而莫尔出售了持有头寸的 70%，实现了 510 万英镑的收益。银行家投资信托至今仍然保留着这家公司 5.4% 的股份，目前这笔投资估价为 130 万英镑，账面成本为 42.5 万英镑。

“英国仍然是一个终极价值市场。在这里做长线投资要比在美国赚钱多得多，而后者派发的红利则要少得多。在英国，如果你已经选对了资产，或早或迟——而一般是早一些——都会得到回报。因为在英国这样一个小国家，市场不会允许优质资产长期管理不善。在银行家投资信托和 TR 城市信托当中，由于投资组合的风格和范围，我们一般会参与 70% 的企业并购事件。如果投资过于集中，就可能导致忽视股票权重分配，并有可能在股票发生变化时损失价值。”

有的投资者会有意地瞄准收购对象，并以此作为自身投资战略的一部分。而莫尔只是将它视作对旗下各只信托资产增值作出贡献的因素之一，并指出它是选股方法的结果，而不是影响如何选股的条件。

“公司并购行为在我的投资组合中扮演了相当重要的角色。如果我在股价下跌时买进，我就一定会问自己：出路在哪里？这家公司价值被低估的原因是它所在的行业实际上正在消亡，还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它有一项资产虽然不会轻易地发生折价但却不受欢迎、也产生不出多少回报？这项资产有可能是一家造纸厂、一家巧克力工厂或一家储蓄银行。”

“当然，有时候价值投资者会被甩在后面。1995 年下半年就是这样，成长型投资者加速超车，但价值却以这样或那样的方式流失。”

必须承认，在投资领域里，即使是最成功的投资风格也不能年年稳坐头把交椅。投资者必须愿意看得长远一些，务必使资本升值最大化。

上述道理可以从投资业绩排名当中清晰地体现出来。莫尔并不担心银行家投资信托哪一年的业绩，而是关心它在十年当中的总体表现如何。在过去十年中，在同一类别的信托里，银行家投资信托只有一次获得年度业绩第一。但在更为重要的十年期业绩排名中，它有七年名列榜首。表 11－2 显示了这一情况。

只有真正有信心和行事平稳的经理人才能够取得此种长期投资业绩。莫尔在上述两个方面的表现都很突出，这对于银行家投

表 11－2　银行家信托在国际一般信托中的业绩排名(每 100 英镑的总回报资产净值)

	一年期	五年期	十年期	参评信托数目
1995. 10. 31	6	2	1	15
1994. 10. 31	10	1	1	15
1993. 12. 31	2	1	1	17
1993. 10. 31	1	1	1	17
1992. 10. 31	5	2	1	13
1991. 10. 31	2	1	1	15
1990. 10. 31	7	4	1	15
1989. 10. 31	13	7	3	16
1988. 10. 31	3	3	3	17
1987. 10. 31	12	8	7	17

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资信托的股东而言的确是一件幸事。

自上而下　效果不凡

“自上而下，效果不凡”这几个字最能概括莫尔投资策略的特点。但我们必须将这句话拆成几个部分，才能理解其中包括的一整套复杂的投资决策。莫尔不断地衡量和比较他的投资组合，如同一个父亲力争使孩子的摇篮达到完美的平衡，使孩子即使在风暴中也能安睡。为了寻找这种完美的平衡，他要考虑以下几点：

(a)市场时机选择和市场周期
(b)经济周期
(c)利率运动
(d)相对汇率

莫尔认为，只有分析上述所有宏观经济和全球市场因素，才能调整好国家头寸、产业持股或行业权重。也只有到那时，才能正确地考虑是要买进更多的英国石油公司股票还是要卖出更多的谢夫隆石油公司股票，或者增持一些法国埃尔夫·阿基坦石油公司股票。当然，实际操作过程并非完全如此。莫尔在作投资预算时，也会采用一些自下而上的方法，但总的说来，他在选股时主要还是运用自上而下的方法。

对于莫尔而言，市场时机选择并非主要意味着何时买进和出售股票。他更关注的是某种有价证券在何时比其他的证券表现更好。

“如今，关于经济周期和股市周期、不同投资风格以及应该如何应用它们的投资理论层出不穷。因此，我会力图在股票增长期修正我的价值投资风格。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“你首先必须问自己：我们是处在牛市还是熊市？如果你觉得市场正处于牛市末期、虽然市场过热但尚属合理，就必须收起主帆，也不要挂辅帆，让其他人先行，这样最终你将比别人持有更多的流动资金。”

“如果你觉得市场价格昂贵，没有什么可买，不妨暂时静观其变。你可以找遍整个投资组合，卖出一些最为古怪且价格最高的二流资产。这是经理人增值的一种方法。在行情高涨、一切都有些过热时，在市场上兑得一些现金是非常重要的。”

如果你觉得市场正处于牛市末期，就必须收起主帆，也不要挂辅帆。

如果我们快速查看一下莫尔的纪录，便会发现他在 1993 年 12 月至 1994 年 1 月间是一名纯粹的卖家，接下来，英国股市在 1994 年 2 月涨至极限。回到臭名昭著的 1987 年，当时保险类股票的交易又多又快——从 7 月份开始，当市场尚在当时的历史最高峰值左右徘徊时，莫尔便退后自守，拒绝所有买方递盘。因此，在那个阶段，他没有被任何一只新发行股套牢，而且后来的情况证明这些股票中埋藏了大量的炸弹。

在某段时期，赚钱的秘密在很大程度上在于不赔钱。这也是莫尔的本性使然。当然，市场时机选择只是莫尔减少风险的途径之一，他还有其他的招术。

“我学到了很多避险方法。我不断地分析投资的风险因素，而不是回报因素。人必须从自己的错误中学习和成长。分析失败是非常痛苦的，而人们只会记得胜利的时刻。因此，不断分析自己在何处及何时赔钱至关重要：是时机选择问题吗？还是分析不当或公司里有假账问题？尽管我的 TR 城市信托曾被套在少量的英国和英联邦可转让有价证券上，但和波利·佩克一样，我能够避开绝大多数真正的灾难。部分而言，这是因为我不想冒太大风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的缘故。一般来说，大的上市公司最后都得到拯救。因此当小公司陷入困境时，风险更大。”

产业筛选是莫尔选股时使用的另一个重要方法。他首先会确定哪些产业是好的，哪些产业需要回避。在英国，过去20年当中有几个产业使投资者长期被套牢，经历了缓慢而痛苦的失败。莫尔很少投资于英国的机械工具、造船、建筑和针织行业。远离这些夕阳产业是他取得优异总回报的关键因素之一。

“我的确能认清我们英国人不擅长的领域，因此可以将它和正在消亡的产业挂上钩。当然，也可能会遇到这样一种情形：无论整个修车行业有多糟糕，但如果只剩下最后一家企业，它还是能赚很多钱。有时候，在一个正在凋敝的行业中会发生这种情况。比如英国钢铁公司是英国在该行业中的最后一家企业，但却很赚钱。”

坦率地说，如今很少有人能像莫尔一样拥有以自上而下的方法战胜市场的智力和能力。但这种投资哲学包含了有许多实际的信息，投资者们可以利用它们提高自身的投资回报。

让我们了解一下迈克尔·莫尔的思想吧。

(一)避免资产和负债的不匹配

“1974～1975年是一个非常艰难的时期，我们的法律与债券信托走向困境。它借入瑞士法郎在美国投资，结果导致灾难；瑞士法郎不断升值，投资不断下降，美国又在贬值，因此这项在美国的投资加速下跌。”

“现在，我再也不会持有类似的投机性债务头寸。我只在持有瑞士法郎资产时才会借入瑞士法郎的债务。而法律与债券信托当时并没有这样做。我们当时只是认为，2%的瑞士法郎借款利率看来极低，后来我们才发现了其中的原因。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)财务杠杆是基金经理的朋友

莫尔说，根据信托的特性，他作为受托人有责任控制好充分投资的比例。一般来说，股市在 70% 的时候都会上升，因此那些认为绝大多数时候都可以在市场上使用财务杠杆的论点的确有些道理。在过去 20 年中，莫尔的充分投资比例在 97% ~ 120% 之间。



如果在市场下跌的谷底将投资变现，便会中枪落马。



“我们对股市长期看涨，并认为在绝大多数时候使用财务杠杆都能获得回报。我们没有胆量对市场进行大胆假设，因为我们知道，如果在市场下跌的谷底将投资变现，便会中枪落马。因此我们的现金部位不会超过 20% 。如果我们的竞争者的充分投资比例在 90% ~ 105% 之间，那么，从长期而言，我们应当做得更好。”

(三)资产负债表背后的价值

“有时候，某些曾经辉煌一时的产业拥有大量全面贬值的资产和难以置信的大批闲置土地，甚至于还有罕见的艺术收藏品。酿酒是英国最古老的行业之一，你会在一些酿酒公司会议室的墙上发现珍贵的古董。你同样可以在这些公司的账本里发现估价还停留在 1948 年水平、大大低于实际市价的资产，以及诸如此类的东西。”

“20 世纪 80 年代早期，美国市场上人人都在谈论南部新兴的‘阳光地带’，而没有人谈论被称为‘冬季地带’的北方老工业区。后者拥有百年的专业经验，只是工会化程度很高。英国 BTR 公司和汉森集团最有价值的一些收购资产都位于美国的老工业中心，比如匹兹堡、辛辛纳提、克利夫兰和新英格兰。英国西贝公司买下美国福克斯波罗公司则是另一个类似的例子。美国金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚砂公司这样的传统大企业有一些资产几乎贬值到零，但在通货膨胀时，这些资产的价值仍会上升。”

“如今这类宝藏已被开采殆尽。美国多布森公园公司被哈尼施费格公司挑中，而波特尔公司归入德拉鲁公司。美国的福德公司还拥有一批管理不善但价值不菲的资产，而皮尔金顿公司玻璃厂的重置价值和蓝环公司的土地资产价值也相当可观。”

(四)免费的午餐

“许多股票经纪人都会提出这个又老又土的问题：我们何不收回本钱？的确，如果我们出售的股票足够收回成本，那么其余就是免费的。1967 年，我当年所在的标准信托对勒斯内公司的投资就是这样。勒斯内公司是一家微缩玩具制造商，由于它制造出加冕马车的微缩复制品、满足了儿童的收藏爱好，几乎一夜成名。它首创了用塑料模型制作此类玩具的方法。我们在这只股票最初的价位上就收回了成本，并在其后四年中取得了 8 倍的回报。”

“遇到这种事，总会感觉良好。这就好比赛马，如果你足够幸运，能赢得第一轮比赛，那么对当天其他的赛事就不用发愁了。我有少数几次未能抓住这样的机会，后悔不已。”

(五)比别人看得远

“许多投资经理人相信，学点大众心理方面的知识对他们的工作非常有益。在 70% 的情况下，跟着潮流走是合算的。如果你能及早发现情况，也许会发现美国市场有一个趋势，而且将会蔓延到欧洲。你可以研究一下它的潜力。当然，最终还是要观察新发行股的销售情况。美国的新发行股市场不断地出现利润机遇，但在多数情况下，普通投资者的参与能力受到限制。大的机构投资者将会夺取热门股票的绝大部分份额，同时成本问题使许多公司不愿意吸纳小股东。但这种趋势当中，仍存在对所有投资者都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有用的成分。”

“反其道而行之，就必定要忍受孤独。在利率下跌、人人都日益兴奋的时候这么做并不像听起来那么容易。当人人眼中都充满了希望的时候，你肯定不想扫了大家的兴。但我的态度是，当活动发展到高潮，就要退到门边，并及早离开。这就好比你在西班牙的潘普洛纳斗牛节上和公牛赛跑，何不让别人跑完最后一段呢？何苦要一直跑到最后，直至被公牛撞倒？因此，当市场行情上涨时，我们将悄悄地把表面性感但实际销路不佳的股票打发走。”

如果不能领先，就反其道而行之。

“另一个问题就是：要不要买下跌的股票？回过头看，我好像买了每一只下跌的股票。如果市场低迷，每个基本因素都不对劲——周围充满了失望情绪推动市场下跌——然后，绝大多数人会把股票变现，只有少数人有胆量在股市接近谷底时重新投资。我的做法是在每个下降低谷时有步骤地投入一些现金（这意味着为了取得相对于英镑基本成本更高的平均价值而买进股票）。”

当活动发展到高潮，就要退到门边，并及早离开。

“1972 年我在纽约实习时就遇到过这样的事情。当时正是所谓 50 种热门股最为盛行的时候，人们信奉一次性的投资哲学：买进但永远不脱手。当时两家极其强大的银行——摩根保证信托银行和汉华实业银行，经营着美国养老金基金行业的大部分投资。他们偶然碰到一只好股票便会说：我们为什么还要别的东西？它不会令我们失

除非这些上市公司的收益加速增长，否则市盈率大大超过收益增长的投资是非常危险的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

望。于是，通过集中投资，他们将这类股票的市盈率抬升到市场平均值的 2.5 倍，其中一些股票的市盈率甚至达到 50 倍，但其上市公司的年收益增长只有 10% ~15%。但是，除非这些上市公司的收益加速增长，否则市盈率大大超过收益增长的投资是非常危险的。”

(六)过犹不及

“除了极少的特例之外，市场上的乐观情绪一般都会把价格抬得过高。当然，悲观情绪也会使价格降得过低。一般而言，市场处于上涨高峰时，人们会很兴奋。他们不断投入大笔资金，这就为像我这样的人提供了脱手出售的机会。当市场利润下降、红利减少时，正是进行投资的最佳时机。”

“这种情况主要是害怕和贪婪等心理因素所致。人们一般都会紧紧抓住被认是‘赢家’的股票。但是，这些‘赢家’最终都会被炒得过热。这时候，分散投资策略的优势就显示出来，因为不会被套在某一只股票上。打个比方说，我就像是从 5 万英尺的高空向下俯瞰股市的变化，而所有进行集中投资的人只能看到眼前的利益。当他们朝一只股票一拥而上的时候，这就意味着那只股票一定很便宜。当他们完全丧失信心，不愿意讨论他们的股票时，这只股票就值得好好调查。”

“如果市场上 80% 的股票估价正确，那么我就会强迫自己去关注那比被高估或被低估的 20% 的股票。在绝大多数情况下，股价升到最高或降到最低，都是合理的，因为这说明股票的基本条件变了。但也不妨研究一下新的价格高峰和低谷，也许能有收获。当价格暴跌时，几乎每个投资者在价格下降过程中都已退了出去，而当价格猛涨时，人人都会挤进来。在这两种极端情况下，存在一种从众心理。人人都想进场或退场，但对我来说，那就是出现投资机遇的地方。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(七)坏消息带来最佳买进时机

“在绝大多数重大危机发生时，我们都会加速收购股票。1992年9月，在海湾战争开始时，我们买进股票；当俄罗斯出现针对戈尔巴乔夫的未遂政变时，我们又成为买家，并加大购进。我们可以变得相当激进。当坦克开进天安门广场时，我们也在香港投资，而当时香港股市落至最低点，股价出现自由落体式的暴跌。”

最近，莫尔又在英国电力市场上应用了这种投资哲学，而且效果不错。

“在某个星期三，由于电力市场管理当局重新制定法规，许多基金经理人和经纪人赶赴切尔滕纳姆开会商讨如何应对这一危机，而我们则买进‘小子’公司的股票；然后，英国地区电力公司板块下跌25%，股价显示屏上全面飘红。我认为，这次市场下跌超出了合理范围，因此这一天正是我出手收购之日。而且，能够在价格下跌的每一个阶段赚取投资利润，这样的美事并不常见。于是，在短短几天之内，我调整了所持有的电力股票的权重，大举购入东方电力公司的股票(仅6个月后，该公司被汉森集团收购)。”

(八)随时脱手

“面对一只表现最好的股票，投资者的内心总会产生出一种想爱上它的冲动。如果你持有一只最喜欢的股票，就很难舍得卖出。但我认为，投资组合中的任何一只股票都是在等待出售。只要价钱好，我没有什么不舍得出售的。投资者必须学会超脱，不徇私情。要做到这一点非常难，但必须去做。”

(九)见好就“售”

“有一次，我们遇到了一家美国高技术公司的董事长。这家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的股票上涨了6倍——光1995年一年就涨了3倍。他的公司目前已是知名企业，每一个股市分析员都予以关注。这只股票的市盈率从8倍扩展到了28倍。但是，高科技是一项周期性的产业。如果一只市盈率为28倍的股票突然暴跌，将令投资者无法承受。而在市盈率为8倍时，你尚可承受各种打击。”

“于是，我早早就开始一点点出售这只股票。当这只股票似乎完美无缺时，你一定要明白这是不可能的。你必须变得无情，开始出售。”

(十)盯住周期性行业

“20世纪70年代早期，我受老板指示，关注英国的三个行业：海运(愿上帝让它安息)、保险和外贸。它们之间联系密切，因为国际货轮需要保险，而且为国际贸易服务。”

“但是，它们都是明显的周期性行业。保险业有自己的周期。外贸行业的大公司包括哈里森－克罗斯菲尔德公司和格思里－英之杰有限公司。海运业也有自己的周期。分析上述行业很有意思，因为可以不断看到变幻莫测的情况以及行情恶化的程度。当它们行情上涨时，还可以看到竞争如何加剧。”

(十一)能承受失败 才能下赌注

“能够承受失败时才下赌注”，是一句具有普遍意义的格言，适用于生活的各个方面，对于投资决策也是如此。偏爱投机的投资者尤其要引以为戒。

“我第一次赌马时，遇到的是一场难分胜负的争夺。当时，我父亲对我说：只要输得起，你就可以去赌。如果你希望这一天过得愉快，而且可以承受5英镑的损失，那么就在每一场下1英镑的赌注，那么你一定将拥有美好的一天，甚至输光了也是如此！这些话我一直记忆犹新。因此，我的投资策略总带有一种与生俱来的小心。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（十二）没有到手前 就不是利润

“1968～1969 年是我投资生涯中最恐怖的时期，所幸当时我尚未管理任何基金。那是澳大利亚采矿业大繁荣的时期，许多号称一周开一家新公司的人应运而生，比如诺曼·希尔劳。那种环境产生了被人为夸大的热门股票和渴望一夜暴富的心理。有人赚了大钱，但当购买活动枯竭时，也有人损失惨重。我没有被套牢，并且懂得了及时获取利润是明智之举。”

“这件事同时也使我明白，及早出售才能取得优势。在股市中，你需要遵循罗思柴尔德的格言——早买早卖。”

遵循罗思柴尔德的格言——早买早卖。

“如果你亲眼见到一只泡沫股破裂的过程，的确会很长见识。我以前工作过的标准信托曾持有一只泡沫股——制造微缩玩具的勒斯内公司。我们在这只股票身上赚了许多钱，它因此成为我们的重仓股。当时，这只股票是英国股市上估值最高的股票之一。这家公司也是迄今为止最杰出的成长型小企业，而且当时英国没有别的股票能够赶得上它的增长速度。我们在这只股票一路上涨时获得了一部分利润，但当它好景不长时，我们没有将绝大部分持有的股份卖出。接着，人们开始关注其他股票，勒斯内公司不久便濒临破产。我们是赚了点钱，但如果我们能够及早出售，本来还能赚得更多。”

（十三）买进和持有

投资信托业杰出的前辈人物托尼·阿诺德发现了几种关于买进和持有股票的技巧。在没有特殊理由或者没有出现转手率低的明显迹象时，他一般不会轻易更换股票。

“当然，最初的投资必须选得非常好……你还需要非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐心。”

尽管投资水平发生波动，而且股票整体转手率可能相当高，但在法律与债券信托和银行家投资信托的投资组合中，都可以找到那些被莫尔长期持有的宠儿。拿银行家投资信托来说，目前20只仓位最高的股票中至少有6只和十年前是一样的。

从更广的范围来看，莫尔在投资方面的稳定性更加突出。在银行家投资信托1994年40家投资最多的公司中，所有英国公司在1984年都已是上市公司，而且也都是当年该信托的投资对象。倒过来比较：银行家投资信托1984年所投资的43家英国上市公司到1994年年底仍然还在上市，而且其中不下25家仍出现在1994年的投资名单中。有意思的是，同一时期该信托非英国股的变化要大得多，转手率非常高。比如，在此期间，该信托仓位最高的20只日本股票当中只有两家被一直持有。

投资组合配置

当莫尔单独分析投资组合中的每一个成分时，非常接近于一名正统的价值选股者。虽然他接受了技术分析人员的部分观点，但除了股票或可转让证券之外，他几乎别无所好。在接管银行家投资信托后，他的第一个大手笔就是立即处理掉大部分业绩很差的优先股。这些股票是1974年这只信托出于增加稳定性和收益的目的买进的，但在1975～1978年股市重新活跃时，它们已经错过了最好的出售时机。

“我认为，基金应该主要投资于股票。如果需要借入资本，也可以购买金边债券，然后将它与另一种固定利率证券配对投资。如果一只信托总是把钱投在固定利率证券上，就不会取得好的业绩。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图表的作用

“我认为历史会重演。我不是一个对图表全盘接受的百分百信徒，但我欣赏它们，因为这是回顾过去的简易办法。很多人认为能够从图表中得出一些能够实现的投资预言，也能够从图表中找到很好的投资模式。图表中描绘的趋势是有道理的，但很少能永远持续下去。因此，关键在于从中发现相对力量的平衡将何时被打破。”

“我 90% 是一名正统主义者，但我必须留出 10% 观察图表，因为投资是一项风险很大的工作。如果技术分析员反对你的看法，而且正在设法确定股票的绝对疲软和相对疲软，但却没有图表可以借鉴，你就得非常非常小心了。”

银行家投资信托将往何处走？为了确定未来的投资方向，莫尔一直都在各个行业中细细搜索，并在各个产业间反复比较。他已经得出了以下结论：

“我在发达世界中发现了四种自然成长的产业，它们都是被人口因素所推动的。”

“首先是保健和殡仪行业。无论人们对希拉里·克林顿主张降低药品价格一事如何评说，总之目前的人口动态对保健行业的股票非常有利。就解决健康问题而言，最便宜的方法就是按药方抓药。住院治疗的费用居高不下，因此，任何可以缩短住院期的方法，如移动门诊、家庭病房或非侵入式手术等服务，仍会拥有巨大的市场。从护理服务到髋关节治疗的一切医疗服务都是如此。因此，尽管史密斯叔侄保健公司不动声色，但这只股票一定会不断上涨。与此同时，英国的殡仪公司都还没有上市，因此潜力巨大。而美国上市的殡仪公司增长旺盛，目前(1996 年 6 月)估价已经很高。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管目前银行家投资信托在新兴市场中的投资只占总量的4%左右，但莫尔已经采取了一些行动，作为对未来的事物的尝试。1995年8月，当台湾市场下跌45%后，银行家投资信托进入了这一市场。他在新兴市场的第一次尝试是1986年买进泰国最大的水泥公司的股票。

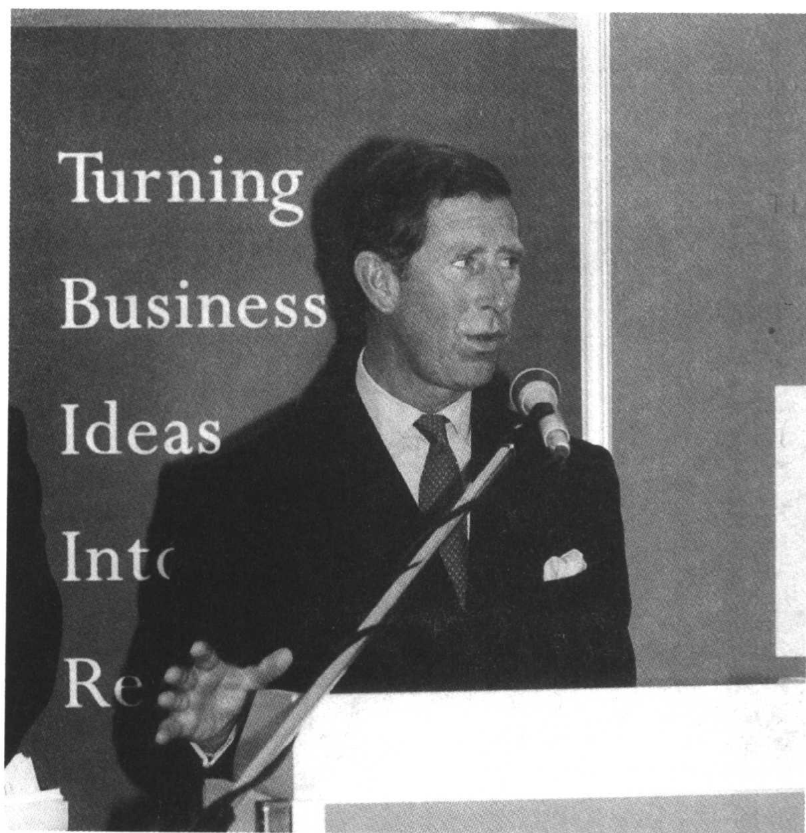
“在银行家投资信托和法律与债券信托，我们的取胜之道是持之以恒，而不是投机。我们每个人晚上都得睡觉，包括经理人。”

对于莫尔和他幸运的股东而言，这句话显然是最佳的总结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



* 发起近4万家新企业
* 年均投资总回报率超过25%
* 把人置于利润之上，积极支持创业者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

威尔士亲王：投资于人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果要评选 1996 年英国顶级投资人才的话，很少会有人将威尔士亲王、英国王储查尔斯放进这个名单中。但要是这样，就犯了个严重的错误。如果把企业界比成一座为投资经理人和个人投资者盛开机遇花朵的花园，他就是一位辛勤播种的园丁。投资者对现有企业进行评估，尽管任务复杂而具有挑战性，但总会得益于现成的信息和易于制定决策的结构和情境。然而，威尔士亲王仅仅根据对一两个人及其书面计划的信任就下决心支持一项又一项新事业，这才算得上是最纯粹意义上的投资者。

最近十年中，就新兴企业投资业务而言，英国没有哪个人比威尔士亲王贡献更大。通过他名下的亲王信托，他创立了亲王青年商业信托，开展创业投资计划。他作出了如此杰出的成就，而这些事迹却在很大程度上鲜为人知，不由令人称奇。举几个数字就可以说明他的业绩。亲王青年商业信托成立于 1986 年，仅过了 10 年，就成为英国最大的非政府新兴企业机构，也是英国创业投资领域惟一的全国性组织。其成就包括：

- 发起成立了 4 万多个新企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 根据目前的表现，其中60%成立三年以后仍然活跃
- 创造了6万多个就业机会
- 至1996年，通过提供贷款和拨款，共计总投资1200万英镑

亲王青年商业信托不断进取。据该信托预计，1997财政年度将是它有史以来最忙碌和最成功的一年，预计投资总额将超过900万英镑，创办新企业4000家。这意味着超过40%的年均复合资本形成增长率。英国还有哪一家投资机构能够创造这样的业绩?

整理亲王青年商业信托投资的各个企业的全面金融背景将是一件史无前例的事情。为了检验这些企业的进步及其高级管理人员的金融业绩，我们为这只信托至1996年1月为止投资的所有企业设置了几个参数，将这只信托当作一个多元化的集团，并将威尔士亲王当成它的总经理和首席投资官。我们最后得出的结论是，这一庞大商业群体的年度总营业额达到8亿英镑，其中所有企业的市值总计超过2亿英镑。

这一成就非同小可。职业的风险投资者一般会在数百个由经验丰富的高级企业管理人员制定的商业计划中细细筛选，在平均每20份当中剔除19个，而且在资金到位前都要做大量细致的工作。但亲王青年商业信托不是这样，它有意寻找最没有希望的投资对象，并试图尽最大努力开启其潜在的智慧。这些人一般都是失业者，没有其他资金来源，创业时很年轻(18~29岁)，缺乏经验，并且经常在某些方面处于劣势。这只信托使用的固定口号清晰地表达了它的使命：“在年轻人里，我们尤其要关心少数族裔、残疾人以及有犯罪前科的人。”

和一般的信托不同，亲王青年商业信托并非植根于赚钱的欲望，而是源于一种强烈的社会责任感。每当威尔士亲王谈及这只信托时，都会重申这一点。

“20世纪80年代早期，在托克斯泰克及其他一两个地方发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生了一系列骚乱。我打电话给亲王信托的主管说，我们应该想一想如何从根子上解决问题，为制止再次发生此类事件做点贡献。那是一个失业率上升的年代。我强烈地感到，我们应该做些事情，处理这些问题。”

“我们想出了帮助人们创业的主意，以此作为一种克服失业率上升及各种有关困难的手段。我们希望帮助那些处于劣势或无依无靠的人。由于得不到金融资源和好的建议，这些人要实现各自的梦想，比登天还难。为了帮助他们，我们有限地提供他们所缺少的东西，以创建他们自己的事业。亲王青年商业信托由此而诞生。”

这只信托的特点具体体现在它的运作方式上。亲王青年商业信托的核心管理团队拥有近300名全职员工，其中120人的工资由信托支付。另有150名员工由一些公司、地方政府和其他向这只信托提供支持的实体委派或支付其工资。亲王青年商业信托还聘请了大约5500名兼职商业顾问，其中绝大部分是有经验的公司管理人员。这些顾问自愿每个月至少花4个小时支持该信托投资的某个新企业。顾问们按地区组成38个委员会，其成员都是自愿为这只信托贡献时间的当地商人。这些委员会受理各地向信托提出的创业求助申请。每个委员会都有一名具有奉献精神的地区经理(信托全职工作人员)协助工作。

亲王青年商业信托制定了一些总体目标和总体政策，但同时赋予地方委员会很大的自主权，以确保因地制宜地进行运作。该信托通过一些投资项目向新兴企业提供帮助，包括现金和各种支持。

(1)现金帮助：至多达5000英镑的创业贷款及优惠条件；
至多达5000英镑的企业扩张贷款；
至多达1500英镑的赠款；
至多达250英镑的试销赠款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2)支持：为每个受助企业配备一名商业顾问，规定每月工作4个小时，但实际工作时间往往更多，以解决问题或充当导师。顾问的正式任期为三年，但常常工作更长时间。

现金和顾问是这一项目的左膀右臂，缺一不可。受助企业的成功故事不胜枚举，亲王青年商业信托的每个工作人员都有各自的宠儿。对威尔士亲王而言，给他留下深刻印象的人和事太多了，要举出一个最有代表性的例子非常困难。不过，他最后还是提到了他认为做得最好的两个人。

“朱莉·戴德曼的事迹十分突出，她是下岗工人自强创业的典范。她在被一家饲料公司辞退后并没有坐在那里无所事事，而是决心创立自己的事业，并取得了令人难以置信的成功。上次我见到她时，她谦虚地说，她的营业额超过了100万英镑。她如今雇用着许多人，包括她丈夫。”



现金和顾问是这一项目的左膀右臂，缺一不可。



“另一个突出人物名叫戴维·布朗，他创办的艾赛斯公司专为外国学生提供英语课程，在很短时间内就获得了较大的成就。”

“这样的例子如今非常多。在纽卡斯尔，还有一家乌韦公司，它以生产非常可爱的水洗棉外套而闻名，是一家非常有灵气的新企业。”

为了更好地说明威尔士亲王通过这些投资取得的成效，本书选出了几个由他出资支持并由亲王青年商业信托提供具体帮助的企业加以描述。这些企业茁壮成长，欣欣向荣。

1. 西区实验室

西区实验室成立于1985年，是一家为饲养奶牛的农户测试牛奶奶脂和血小板含量的专业化服务企业，它的创办人是上文提到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的朱莉·戴德曼。那一年，受奶制品配额政策的影响，持有大学农业专业学历的戴德曼被一家饲料公司辞退了。这时，她想到，过去到农场访问顾客时，曾注意到农户们需要有人为他们测试牛奶奶脂和血小板含量。因此，她下岗后的第一个想法不是去找工作，而是开办自己的公司。

戴德曼从亲王青年商业信托得到了1000英镑赠款作为创业资金，而事实证明这些钱足以供她购买最基本的设备。她在一家奶牛场租了一个场地。到1985年底，她已经拥有近20个客户，总收入达到1.8万英镑。

到1996年，这家公司发生了翻天覆地的变化。西区实验室如今拥有2000名顾客，不仅有农民，还有许多企业客户，包括穆勒公司(生产酸奶的公司)、罗伯特·魏兹曼公司和牛奶制造集团。这家公司目前每周对送来的样品进行4000多次测试。

该公司的经营范围得到了很大的扩展。戴德曼并不满足于最初的业务，因为她看到了客户需要更多的一系列相关服务。她对西区实验室的定位是一家比牛奶销售委员会反馈更快的替代机构。该公司的格言是：大的能对付，小的能照顾。她极其重视顾客的需要。例如她组织了一支冷藏车队，直接上门收集样品。这种新方法确保了样品质量，因此使人对测试结果更有信心。除了对牛奶进行测试以外，这家公司目前还对包括黄油和奶酪在内的所有乳品进行检测。

戴德曼的成功之路越走越宽。最近，她购买了一台价值25万英镑的康比福斯4000系列分析仪，可以分析牛奶中的脂肪、乳糖、尿素和肉细胞。和她创业时购置的第一件设备不同，这台仪器是一台崭新的设备，这将进一步提升和扩展公司的业务能力。

戴德曼在表达她对亲王青年商业信托的感激时，说得直截了当：

“如果没有他们最初的帮助以及1000英镑的赠款，我可以毫无保留地说，我们就没有今天。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. **艾赛斯公司**

艾赛斯公司仅有五年历史，但营业额已突破 300 万英镑大关。其创始人戴维·布朗和罗伯特·达雷尔当年也是靠着亲王青年商业信托提供的 5000 英镑贷款起家的。这家公司的主要业务有两项：

(1) 为学生组织教育旅行活动：在 1995～1996 学年，共有大约 1.5 万名学生参加了这个活动，其中绝大部分是出国留学的英国学生。但自 1994 年以来，该公司也为来英国的外国学生服务。这项服务是全面的，在设计时按照学生的个人预算（大学宿舍、小旅馆和家庭旅馆等等不同住所）以及他们的兴趣（博物馆或歌剧院）量身定做。这家公司提供的旅游项目丰富多彩，包括“莎士比亚的国度”和“大不列颠酒馆之旅”。

(2) 为外国学生提供暑期语言课程：艾赛斯公司在英国各地租用了 14 个教育场所为来自法国、日本、俄罗斯等 20 多个国家的学生提供集英语教学、体育和社会活动为一体的综合服务。

艾赛斯公司如今雇佣着 14 名全职员工和近 300 名兼职人员，成为向学生提供观光和教育相关服务的专业化企业。它的成功秘诀在于擅长推销。与此同时，艾赛斯公司还进行了首次收购，买下了格林尼治的一所全日制语言学校，开设了包括商务英语和计算机在内的一系列广泛课程。艾赛斯公司后来还成立了第二家旅行社，以价位划分自己的顾客市场，以分公司的名义经营廉价项目。

和戴德曼一样，戴维·布朗也将他的今天归功于威尔士亲王旗下的信托：

“我认为，如果没有这只信托，我们永远也不能起步。就在我们无法从银行获得贷款的时候，这只信托不仅提供了金融援

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助，而且帮助我们得到英国旅行代理商协会的成员资格。”

布朗强调，比起金融援助，信托给他们委派的两名顾问对他们首次取得成功更为重要，并认为这种帮助的作用无可估量。如今，布朗和他的合伙人罗伯特·达雷尔也奉献出自己的时间，充当信托的顾问，因为他们对亲王青年商业信托为受助企业提供顾问的服务方式信心十足。

3. 码头捷运公司

码头捷运公司是一家在英国和欧洲大陆之间运送敏感的、上架销售时间短和温控产品的专业化运输公司。

这家公司是亲王青年商业信托最早支持创立的企业之一，诞生于 1986 年。其创始人安迪·英格尔斯顿是一名卡车司机的孙子。那一年，他在英国的多佛港发现一处商机：由于外国货运公司过关手续缓慢，造成高昂的拖延代价，因此需要有人为他们看管货运拖车。于是，英格尔斯顿从亲王青年商业信托和肯特基金会申请到 3400 英镑的银行担保，通过分期付款买了一辆货车，开始经营这项业务。他向父母要了一间房子作为办公室，宣布成立码头捷运公司，当年营业额达到 9127 英镑。1987 年，这家公司再次依靠亲王商业信托提供的银行担保添置了第二辆车，使业务上了一个台阶，营业额猛增至 10.584 万英镑。

在开业的第三年，英格尔斯顿开始为一家英国销售商提供向法国运送冷冻产品的服务。这时，随着英国各个港口效率的提高，他创业时的商业理念开始黯然失色。不过，英格尔斯顿又找到了新的商机：英国供应商需要频繁地向欧洲大陆零售商运送容易损失的微量产品。

码头捷运公司决定承接这项业务。因此，英国一些曾经销路极差的企业如今可以通过这家公司提供的共享式服务获得经济利益。码头捷运公司如今拥有北方食品公司、塞恩斯伯里公司、捷利康公司和吉斯特公司等大客户，雇佣着 51 名员工，营业额达 600 万英镑。该公司在 1995 年英国汽运行业优胜奖评比中获得国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际运营商类别的第二名。

由于上述公司均为私人所有，有关业主不太愿意公开金融业绩的细节。然而，对亲王青年商业信托帮助过的企业进行的有关抽样调查证明，这只信托的投资收益的确非常突出。本书作者对创业时得到这只信托支持的一系列成功企业所创造的价值进行了分析，结果发现，投资资本平均增值200倍！以投资时间计算，这只信托的投资年回报率已接近150%。这样高的资本形成复合增长率是十分惊人的。

这只信托的投资收益的确非常突出。

爱唱反调的人也许会对此加以嘲笑，并且还会说，当启动投资非常小时，很容易取得这种极高的回报率。不错，亲王青年商业信托绝大多数的投资都只是1000～5000英镑的一次性款项。而且，从数字上看，如果复合投资成本为2000英镑，那么以年100%的速度递增，到第10年总资产就将达到100万英镑。但是，如果赚钱真的这么简单，那么人人都能成为富翁了；而事实上，在英国，只有亲王青年商业信托做到了这一点。在实际操作中，风险投资的难度极高，绝大多数投资都会失败。一般来说，10项投资当中只有1个很好，3个不错，其他的都会失败。但亲王青年商业信托打破了这种常规。由于它非常善于挑选优秀的受助对象，因此60%的受助企业都干得不错，而且其中最好的企业创造了一流的投资回报。威尔士亲王的这一投资纪录是无与伦比的。在过去10年中，英国还没有其他的风险投资信托能超过他的业绩。

当然，这只信托并非传统意义上的盈利性投资机构，而是一个公益性的组织，宗旨是给予弱势人群创造美好生活的机会。码头捷运公司、艾赛斯公司和西区实验室也许只是几个特例，但不应忘记，所有的受助者在从亲王青年商业信托得到创业支持前，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都无法从传统金融机构得到援助。然而，在这只信托的影响下，这种局面已一去不复返。如今，英国的银行时常和亲王青年商业信托一道向受助企业提供配对资金。甚至英国金融界里那些一贯对小企业贷款市场持怀疑态度的一部分人，如今也有这样的共识：威尔士亲王在投资方面独具慧眼，而且亲王青年商业信托的贷款项目一般效果都不错，极少失手。

英国传统的投资公司，包括一些百年老店，都不敢偶尔涉足一下新兴市场投资领域，但亲王信托又如何能在这一领域取得如此显著的回报呢？究其原因，似乎有四个主要因素，它们共同托起这只信托极高的成功率。

1. 以人为本，利润次之

作为投资者，第一步是要选定合适的投资目标。但是，在绝大多数情况下，新兴企业开始时都只是纸上谈兵，因此亲王青年商业信托一般避而不谈量化投资目标，而是把重点放在支持新人方面。如果选择了合适人选，利润就会随之而来。



如果选对了合适人选，利润就会随之而来。



在这一语境中，“合适”的定义主要就是申请援助者的事业心。当然，他们同时也必须具备创业所必需的一些销售技巧。

亲王青年商业信托主管理查德·斯特里特对此有一番阐述：

“创业计划非常重要。申请者必须要有一样真正的业务，而无论创业计划写得多么美好，也不能说明某个人是否能取得成功。我们看重的是某个人身上是否存在可以用于商业的技巧，以及对于某种业务的热情。我们也要注重申请者的性格，因为一家初创企业需要一种持之以恒的品质。”

2. 提供积极支持

这只信托的精华在于拥有一个由数千名兼职顾问组成的咨询网络，它包括能够针对一系列广泛问题提出建议的人，以及那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以帮助一名创业者解决几乎所有可能产生的问题的人。这些人大多是企业管理人员或律师和会计师等专业人士，他们每人实际上每月为信托提供了价值为1000英镑的免费服务。接受指导的新兴企业可以随时打电话找他们咨询。这些人对这只信托的作用和价值之大，无可争议。他们的服务无所不包，比如帮助新兴企业建立工资体系，以及创业者在艰难时期感到孤独、需要向同情者倾诉时给予他们实质性的鼓励。

亲王青年商业信托还高度重视开展各级正式和非正式培训。为了生存和发展，每个创业者都需要获得广泛的技巧。这只信托在为各个企业委派顾问时，会根据标准确认创业者所缺乏的关键能力，然后为他配备一名顾问，以后者的长处弥补前者的不足。因此，如果一名销售能力很强的创业者缺乏数字方面的能力，他就有可能得到一位会计师的指导。顾问们对工作非常认真。他们定期与指定的创业者见面，每个月都会总结进展情况。现金流量报告是他们使用的一个关键性的监测工具。甚至连亲王青年商业信托也承认“现金就是上帝”。

和每一位在创业时得到亲王信托帮助的企业家交谈，他们都会异口同声地称赞顾问对他们的成功起到了至关重要的作用。威尔士亲王本人是这只信托中首先意识到顾问的作用的人，而且他相信这个因素对确保信托帮助企业学会如何施展身手非常重要。

“我们整个业务中最关键的部分就是这个由志愿顾问组成的网络。顾问们的确创造了奇迹，没有他们，我们无法成功。”

“我常常说，任何人都可以把钱交给一名不能从银行得到贷款的人，并且说：去开办你自己的事业吧；但其中许多人都会在中途倒下。我们成功的秘诀就是这种言传身教的操作方式，它

> 我们整个业务中最关键的部分就是这个由志愿顾问组成的网络。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的确创造出了惊人的奇迹。”

除了委派顾问以外，受助的每个企业家还获得了接受地方级和国家级一系列特殊服务的机会。亲王青年商业信托委托由亚瑟·安德森发起的税务咨询机构——汉布罗法律保护事务所设立了一条热线，专门回答受助企业提出的关于法律事务的问题。亲王还为这些受助的企业家提供了免费的皇家俱乐部成员资格。

此外，这只信托还使受助企业获得了相互交易的机会。亲王青年商业信托积极鼓励并促成一些受助企业从另一些企业购买产品，或向后者出售产品。这只信托为受助企业提供的额外服务还包括出版季刊和公告牌、举办地区性展示活动以及设立一个包括地区机构名录在内的咨询网络。

同时，亲王青年商业信托还提供包括举办展销活动在内的销售指导服务。在这方面，这只信托每出资 1 英镑，就能从展销会组织者及合作伙伴那里得到相当于 8 英镑的帮助。进行展销的场所包括英国全国企业协会交易会以及诸如“什锦乡村展览”等地方性展会。在这些场合，这只信托将免费为选出来的一些受助企业安排展位。和其他所有大型投资机构一样，亲王青年商业信托还利用其影响力为受助企业争取一些优惠打折机会。比如，在《汤姆森企业名录》中刊登广告的受助企业将获得低于正常广告费 25% 的优惠。

最近，亲王青年商业信托自创了一个品牌。也许并不奇怪，它的名字来自于该组织的名称——“信托”。所有生产时装、珠宝和家用器具的受助企业将用这个统一商标在零售点进行销售。“信托”将作为一个集体品牌发挥保护伞的作用。

亲王青年商业信托的受助企业并没有任何特权。这只信托为受助企业所做的事情充其量不会超过一家大公司为其分公司所争取的利益。惟一的区别在于，这只信托为一大批单个的、非常小的企业扮演着买方消费合作社的职能，并给予其中每一家企业所需资金，以使它们具备购买力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时，亲王青年商业信托在帮助这些企业时奉行着另一条原则“帮助但不阻止”：给予其所需，但仅此而已。尽管这只信托为受助企业委派了顾问，但顾问们并非是要限制企业——恰好相反。亲王青年商业信托主管理查德·斯特里特点出了其中的道理：

“一些受助企业只希望与我们进行有限接触，而事实也是如此。他们更多的是希望找个人交谈，而往往不是指望获得多少技术专长。我们认为，这些企业应该尽可能地自力更生。但在遇到问题时，他们可以去找家庭以外的人或朋友——比如我们。对于某些企业而言，最大的问题是感到孤立无助，而顾问的作用纯粹是一种感情支持。想一想那些得不到这种帮助的新兴企业，你就可以明白为什么会有那么多新企业失败。因为银行不会考虑提供情感支持。”

3. 低成本企业更具竞争力

毫无疑问，亲王青年商业信托帮助的新兴企业一般成本都很低，这是有意为之，因为这只信托只给予受助企业最低限度的投资。这只信托鼓励受助企业的创办者勤俭节约，并设法使每一个英镑的投资发挥效用。它支持一种艰苦创业的企业文化。一旦受助企业稳定下来，下一阶段的发展目标就是要将金融和营业风险最小化——很少进行外部筹资，在开始雇佣额外人手时使用兼职人员。这是一种谨慎的企业成长模型，生存是第一位的，规模次之。这些企业的预算和商业计划强调的是保存实力、适应环境。这种做法成效显著。这些受助企业都能很好地控制成本，这样它们就能够在生产产品和提供服务方面具备竞争力。这一点，也能解释这只信托的投资回报率为何如此之高。

4. 加大贷款，减少赠款

亲王青年商业信托开始运作时，向受助企业提供的资助几乎都是无偿赠款，但如今其中80%都是贷款，赠款只有20%，因为这只信托坚信前一种方法效果更好。理查德·斯特里特解释了这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种资助模式的推理过程：

"这样做是为了激励人们开创事业并矢志不渝。向人们提供贷款和其他支持确保了他们的自尊，因为在大多数情况下，他们总是失败，并遭到拒绝。它也将激发他们对于创业的热情和毅力。一项贷款能够同时产生这两种动力，因而比赠款更有效。对于绝大多数人而言，这将使他们变得顽强。人们得到贷款，但必须偿还，这就成为一种强大的动力。"

投资决策

亲王青年商业信托关于申请人受助资格的规定非常清楚。这只信托所进行的每一项投资，在很大程度上取决于各个半自治的、具有很高判断力的地区委员会或地区经理，这也使得这种投资决策过程更加与众不同。这程决策程序在排除不合适的投资候选人方面非常成功。威尔士亲王本人非常看重申请人能否拿出一份真实可信的创业计划。



威尔士亲王本人非常看重申请人能否拿出一份真实可信的创业计划。



"我们会仔细研究他们的申请及创业计划。我认为，通过测试这些计划是否有效并发现其中的错误，我们在帮助人们创业方面就会越做越好。"

"申请者必须尽可能地忠实于创业计划，而不能误入歧途，认为可以把每件东西卖给所有人，这一点非常重要。"

"有段时期，我们收到了许多T恤衫生产商的申请，从中可以看到其中一些难以生存。我对同事们说：我们务必要谨慎判断企业的质量，质量问题不容忽视。这些企业必须具备竞争力。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下是一般的专业投资者在对私人企业投资时采用的一些标准。但亲王青年商业信托的各个地方委员并未加以采纳。

- 高等教育水准
- 先期经验：管理经验及从事相关行业的经验
- 其他筹资来源(在亲王青年商业信托，申请者必须能够证明他们无法从其他渠道获得资金)
- 为外部投资者提供的金融回报
- 良好的人际关系

一般来说，亲王信托对受助申请对象只有四项基本要求：

①一个可行的商业理念；
②个人承诺；
③显示出个人创意；
④公认的技能。

幸运的是，亲王青年商业信托邀请的评委当中不仅包括擅长指导申请者的人，而且也包括能够挑选出能真正成为企业家的人。这真是最纯粹意义上的“投资于人”了。理查德·斯特里特将这个过程称为“互动式筛选”，它完全有别于传统的投资理念。

“在从失业到长期就业的各种人当中，我们关注的是其中最底层的人。他们来找我们时会带上一份创业计划。然后我们会作出判断：这个创意好不好？我们是否要支持他们？”

“一旦我们认为某个计划可行，就会为申请者指定顾问。我们不会马上开出一张支票，而是经常会首先派顾问找他们谈话，并告诉他们：你要做的是一件困难的事情。你确定要这么做吗？它需要你改变思考方式和创业计划。我们通过大量的这种交谈精选出严肃的申请者。然后，我们会打发他们到当地的图书馆修改创业计划，也许还会安排一些培训，而且在他们开业之前都可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找我们获得指导。我们也许会为他们提供一笔试销资金，以观察进展如何。我们每年都要接待3.5万名咨询者，其中只有大约5000人能够真正进入正式申请阶段。如果能走到这一步，我们一般会对其中四分之三的人提供赠款。”

“筛选申请者的最后阶段具有很高的主观性，主要依靠各个顾问委员会的技巧。这些委员会由一批经验丰富的人组成，包括律师、编辑、银行经理和公司董事，也有来自技术教育委员会和教育界的人士，此外经常也会有一名少数民族社区领袖和一名资深信托主管，他们都是能够做出优秀决策的人。我们没有正式的筛选指导方针，而这正是我们的优势之一。地方委员会各自有一套很好的审查标准，同时因地制宜，非常灵活。比方说，德汶郡的乡村与伯明翰市内的情况是完全不同的。”

投资于新兴企业风险很高。绝大多数风险投资机构都不会做这项业务，而读者们也不要误认为这很容易办到，或者认为像亲王青年商业信托这种独一无二的机构能够做到的事情可以转变为一只产生出类似结果的个人投资组合；但是，如果小心从事，其中部分方法还是可行的。这一点，对于那些从事零售工作或提前退休的人，以及那些能够承受将自己个人资本的一部分拿出来从事非正统投资的人而言，是具有实际意义的。这种投资的关键在于善于使用自身经验和专长，同时愿意与同一领域内有共同志趣(或激情)、处于创业初期的人分享自己的热情和精力。有一个例子可供参考：一名公园经理愿意放弃5000英镑的收入，并每周拿出一天帮助一名喜爱户外生活并对植物有些感情、想要开创一份观光业务的年轻人。

斯特里特指出，上述理念将为投资决策带来好处。

“关键在于支持那些真正希望开创一番事业、雄心勃勃的人。我们的顾问会培训并帮助他们。这些顾问是根据他们的技巧而挑选出来的，但他们同时也必须能与人为善并有同情心。他们将要和一个企业一起呆上三年，而且，由于他们将面对企业微观环境中的诸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多问题，他们必须从头开始，从最基本的做起。他们将为包括平衡现金账户以及业务扩展时如何雇用员工等各种问题献计献策。”

亲王青年商业信托的顾问来自各行各业，包括赫米斯(英国)公司总经理、前任自行车生产商罗利公司的销售主管以柯达公司的一名高级经理。

> 我的目标是要让投资对象充分发挥潜力，改变他们的命运。

顾问们一般是一对一地帮助企业，但有时也会组成团队向一组企业传授多种技巧。亲王青年商业信托还为遇到问题的企业设立了会诊中心。顾问们每个月都要向地区经理汇报，总结所有的活动情况，并要确保每一家受助企业得到所需要的关注。

形式多样的投资回报

亲王青年商业信托的投资回报计算方式有别于其他投资机构。威尔士亲王对此有明确的目标。

“我们要确保投资对象能够还贷，这对于我们来说是个实际问题。但归根结底，我的目标是要让投资对象充分发挥潜力，改变他们的命运。”

亲王青年商业信托没有什么政治色彩，但当托尼·布莱尔到新加坡宣传人人参与的理念时，威尔士亲王已在英国熟练地进行着带有社会主义色彩的资本主义实践了。

在这只信托资助下起步的企业几乎涉及从时装到电脑等各个经济活动领域。其中以个体服务行业为主，如理发、水暖工和教育，以及陶瓷、珠宝和彩色玻璃等手工艺。总的看来，共有225多个行业类别。为了给读者增添一点趣味，表明这只信托投资的多样性，这里我们再举几例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 西恩·登顿在高尔·斯旺西创立了盆景园，如今向老人院和花店出售盆景。
- 让·瓦特开始做加勒比风味快餐，如今向多种经营发展，包括承包单位伙食。
- 泛欧复苏公司在欧洲大陆收集汽车残骸。
- 威廉十字转门公司制造十字转门，并提供维护和磨光服务。
- “自由车夫”公司提供全国性的汽车共享服务。
- 由马克·比白经营的“北独”公司为历史爱好者团体和电影公司生产古式的鞋子和皮带。

亲王青年商业信托资助的是一些真正具有创新能力的企业，它们开辟出自己的市场，并吸引了包括劳斯莱斯公司、哈罗德百货公司、椭圆板球场公司和图索夫人公司等知名大牌公司的关注并向这些公司供货，也引起了包括“滚石”乐队和鲍博·格尔多夫在内的社会名流的重视。其中一些企业生产的产品具备了拿到世界任何地方都毫不逊色的竞争力。制帽企业雷切尔·斯金纳公司就是其中一个突出的例子，这个曾被亲王青年商业信托帮助过的企业如今已成长为一流公司。

批评者或许会吹毛求疵地说，威尔士亲王个人不能独享整个亲王青年商业信托取得的成功。的确，如果没有其他人的努力，其中许多成绩将无法取得。但这并不能反映问题的实质。如果亲王当时未能独具慧眼地开创这一信托、并投入很大精力、利用个人声望发展这一事业，上述企业的创立者就没有一个能够取得这番成就。为了证明这一点，我们选取威尔士亲王 1995 年 11 月收到的几封信件中的话供读者参考：

> “我们对您的工作景仰致极，并感谢您的组织给予我们的机会。”
>
> ——城市绅士沙龙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们欠您和您的信托很多。当所有金融渠道将我们拒之门外时，是您的资金帮助了我们的事业起步。”

——先进设计公司

作为亲王青年商业信托的基石，威尔士亲王一直积极参加以他命名的这只信托方方面面的活动。这不仅限于一些最明显的工作，比如召集高级管理人员开会讨论战略，主办筹款活动和邀请企业家的参与等等。他涉及这只信托所有的一切，而且参与程度非常深。有几个例子可以说明他的这种参与有多么全面。

1. 筹集资金

没有一家投资团体能够离开资本进行运作。为此，威尔士亲王做了大量的幕后工作。1995 年，詹姆斯·邦德的 007 系列电影《黄金眼》首映时，亲王青年商业信托从中筹到了一笔资金。威尔士亲王认识到新片上映是筹资的好机会。在这只信托成立后的最初几年中，这类活动占据了他大量的时间，到 1996 年更加频繁。

“我出席了一场又一场的晚宴，参加多部电影的首映式、戴维·弗罗斯特组织的综艺表演以及流行音乐会。我在不断琢磨着筹集资金的新途径。”

“我在 40 周岁生日时筹到了大笔款项。当时，亲王青年商业信托的人告诉我，他们希望筹到 4000 万英镑。我们设法说服当时在贸易工业部任职的扬勋爵，请他为我们的筹资活动帮忙。他本来以为我们只能筹到一二百万英镑。但我们的确筹到近 4000 万英镑，财政部发行国库券也不能一次性筹到这么多钱。”

2. 招兵买马

当威尔士亲王请人加盟亲王青年商业信托时，没有多少人会拒绝。这只信托招兵买马的方式有点像组织一批名人和好人参加大游行，但重点放在“好人”这个字眼上。以个人名义参加这只信托的名人包括哈立德·阿齐兹、福特勋爵、埃迪·乔治、安格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯·奥格利维爵士和第德杰梅尔的谢泼德勋爵。

“早年间，我花了大量时间恳请一些人当我们的顾问。我有一天到英国市场销售研究所去，次日又走访了英国核能机构，试图说服他们提供帮助。通过与有关人士交谈，给他们写信，感谢、恳请甚至哄骗他们，我们聚集了超过 5500 名顾问。”

“最近，我还给所有的顾问写信，问他们每个人是否能够再引荐另一名顾问，而结果顾问人数又增加了近三分之一。”

从另一个方面说，由于这些顾问都具有不小的号召力，这样，亲王青年商业信托就等于掌握了增加利润的手段和进入几乎英国所有正道生意的门票。英国还有哪一家风险投资机构能够召集到如此五花八门的企业，让它们伸出援手呢？这些企业包括巴克莱银行、英国航空公司、英国电信公司、埃索石油公司、帝国化学公司、FM 之吻公司、《读者文摘》公司及约克郡电力公司。除了威尔士亲王，英国又有谁能够请得动如此众多的名人？如迪安·阿伯特议员、贾斯珀·康兰、约翰·哈维－琼斯爵士、凯文·基根、特雷弗·麦克唐纳和韦瑟里尔勋爵。

3. **推广与销售**

威尔士亲王采用一系列市场发展手段支持受助企业：

- 他主持举办年度展销会，将受助企业的产品推荐给商人。到 1995 年，这一展销会已经发展成为规模盛大的交易会，在当年于伯明翰举行的英国全国企业协会交易会期间展出，参展的受助企业达 195 家，吸引了 4.5 万名观众。“第一次展销会是 1986 年在曼彻斯特机场的破旧场地举办的。”
- 根据他的提议，亲王青年商业信托在伦敦国王路旁边的国王巷开设了一间专门展出受助企业产品的样品商店，货品齐全，应有尽有，便于零售商家选购。这家商店的场地由普林斯波公司提供，而萨奇氏等公司则为它提供了广告和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设计协助。

- 直接干预和个人接触。威尔士亲王利用他的个人关系为信托做贡献。有一例为证。

  “有个名叫菲奥娜·雷的女孩，擅长制作出精美的衬衫袖口珐琅链扣。经我的手下介绍，她与阿斯普雷公司的采购员建立了联系。如今她为这家公司供货，而对方对她的产品也非常满意。这种人际关系环环相扣，推动受助者前进。”

4. 购买

威尔士亲王本人就是许多受助企业的顾客。他每年都会在亲王青年商业信托展销会上购买许多圣诞礼物。而且，他最近开始从这只信托开设的商店购买受助企业的产品。他选择的产品包括乌尔丽克针织公司生产的围巾和乌韦粗棉制品公司的服装。他在出访海外、参加国家庆典和发表演讲时经常展示受助企业的产品。在卡那封城堡举行的庆祝威尔士亲王加封25周年典礼所使用的纪念章就是由一家受助企业——JD瓷器公司生产的。另一家受助企业贝尔法斯特的工匠水晶公司为许多皇家活动提供了适合的水晶雕刻产品。

5. 培训

在威尔士亲王的工作日程表中，为创业者提供培训始终摆在第一位。他将最近创办的受助企业样品商店视为这种培训活动的一种延伸。



在威尔士亲王的工作日程表中，为创业者提供培训始终摆在第一位。



“我们必须帮助他们提高营销活动的效率，并加强包装和展示的效果，但许多新兴企业在起步时并没有意识到这些因素的重要性。”

样品商店的职员会将买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家的意见反馈给受助企业。威尔士亲王本人甚至亲自充当一名大主顾，把对所购产品的评价反馈给企业，促使他们做出改进。他关于加强培训的其他设想正在通过亲王青年商业信托予以实施。

“我正在寻求发起一项学徒计划，对象是那些有好主意但没有受过多少培训或没有什么经验或实践的人，目的是帮助他们实现梦想。”

“这些人需要向别人学习。我们的想法是，由我们出钱，让这些人在受助企业中实习，或者到需要兼职人员的地方工作。这是一种将两种不同的需要结合起来的方法。”

6. 宣传

威尔士亲王可以利用个人影响力及对媒体的渗透力为一些受助企业作免费宣传。作为王室成员，他的话效果非同一般。亲王所到之处，都有镜头和记者紧随其后。因此，在某些场合下，亲王的风头盖过了只会开空头支票的领导者，让新闻界俯首听命。

7. 展现个人魅力

威尔士亲王像一名司令官或一家大公司的首席执行官一样，关心和照顾着他的每一名部属。确切地说，由于亲王如此重视他的部下，他可以将自己的激情传播给与受助企业有关的每一个人。而且，这种热情能够使受助者和顾问们加倍努力，创造奇迹。热情是威尔士亲王在所有活动中表现出的品质。在投资界，热情和动力的价值经常被低估。但是，给一点鼓励，就能增加一份价值。

威尔士亲王是一名伟大的推动者。无论是顺道走访受助企业多利安复兴公司以视察进展情况，还是在社区商业活动中向当之无愧的获奖者、沃酿酒公司总经理弗兰克·尼科尔森颁发表彰杰出个人贡献的 1996 年度大使奖，他都充分展现出这种个人魅力。

读者们要是试图贬低威尔士亲王的个人贡献，那就大错特错了。如果本章前面的内容还不足以令人信服，那么下面的一些陈述应该可以使我对亲王的论断立于不败之地。让我们先听一听亲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

王青年商业信托主管理查德·斯特里特的话，因为他最了解情况。

“我们工作中有很大一部分是亲王直接过问的。他对正在发生的一切了如指掌。他经常与顾问们见面，而且他深信自己的亲自参与，对他们将是一个极大的鼓舞。他还经常走访受助企业。在空闲的日子里，他总会尽量安排一次访问。他四处奔走，与主要赞助商进行交谈。他还在位于海格罗夫的行宫举办活动，答谢捐助者。”

当询问威尔士亲王这只信托为何会如此成功时，他对信托中除了自己个人贡献以外的各项工作均给予高度评价。他总是很低调，但毫无疑问，他才是真正的推动力。

“我总是频繁地(给信托管理人员)制造麻烦。我总是一边作笔记或整理备忘录，一边对他们说：怎么没想到这一点？为什么想不到我们应该那样？这个主意怎么样？”

在本书的前文中，迈克尔·哈特和其他几位投资大师都曾提到过一个观点，那就是，没有一个组织、投资机构或其他事情，能够仅仅依靠某一个人的努力而取得成功。威尔士亲王也这样认为。他除了表扬顾问们的功劳外，还特别赞扬和他共同创办亲王青年商业信托的阿尔坎·科比萨里奥爵士是一位“效率极高、创造奇迹的人”。

要统计亲王青年商业信托的实际投资总回报是很困难的，因为他们并不以这种方式衡量业绩；但这只信托的所用资本回报率却显而易见，同时令许多专业投资者汗颜不已。无论用任何方法，都难以统计使 6 万多人由无依无靠到自食其力的过程中所创造出的价值。据我们估计，这些受助企业 1996 年的总价值为 2 亿英镑，而累计投资额为 600 万英镑。这就是说，总回报率超过了 300%。根据亲王青年商业信托的投资支出模式，那么，在最近 5 年中，这只信托实际上取得了超过 25% 的年均投资回报率。

亲王青年商业信托已往的业绩足以称得上是伟大的成功，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它在未来仍将大有作为。威尔士亲王已经对这只信托的未来提出了明确的设想。

“如果我们继续努力 20 年，要是运气不错，那时我们将看到我们帮助过的一大批人事业有成。他们永远不会忘记创业时受到的帮助，因此会愿意对国家作一些回报。这种事情已经在发生。一些生意做得很好的人已经开始向其他正在创业的人提供帮助。”

“我所有的愿望就是使英国再现辉煌，我认为我的投资可以为实现这一目标尽一些微薄之力。随着时间的推移，这些受助企业也会发展壮大。这是一种真正的投资，因为它是一种面向人和生活的投资，也使得这些人所在的社区获得新生。因为，当一座在就业方面特别依赖某种产业的城镇失去了其生活的主心骨后，其后果可能会是灾难性的。这也是我热衷于投资新兴企业的原因之一，因为它也许能发挥有限的产业替代作用。”

威尔士亲王的抱负并不局限于英国，他的另一个长期目标就是看到受亲王青年商业信托帮助的企业扩展到全球各地。

> 我所有的愿望就是使英国再现辉煌，我认为我的投资可以为实现这一目标尽一些微薄之力。

“我希望，不久以后，世界其他地方的人将注意到我们的事业。我们已在印度设立了一只信托。我 4 月份要去加拿大，准备在那里发起另一只信托。日本方面对我们的投资理念也产生了一些兴趣。不久前，我到巴黎出席法国前总统密特朗的葬礼时曾与法国总理坐在一起共进午餐，我们谈到了年轻人失业的话题。我开始说起亲王青年商业信托，他对此非常感兴趣，因此我们已经向他提供了相关的文件。”

“我们可以在其他国家成立衍生信托，当然它们要适应当地的特殊环境以及各自独特的行为方式。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这当然也是一种相互借鉴的做法。威尔士亲王同时也通过观察海外市场动向来提高国内投资纪录。尼尔斯·陶布在第 13 章中也非常清楚地提到这条策略。

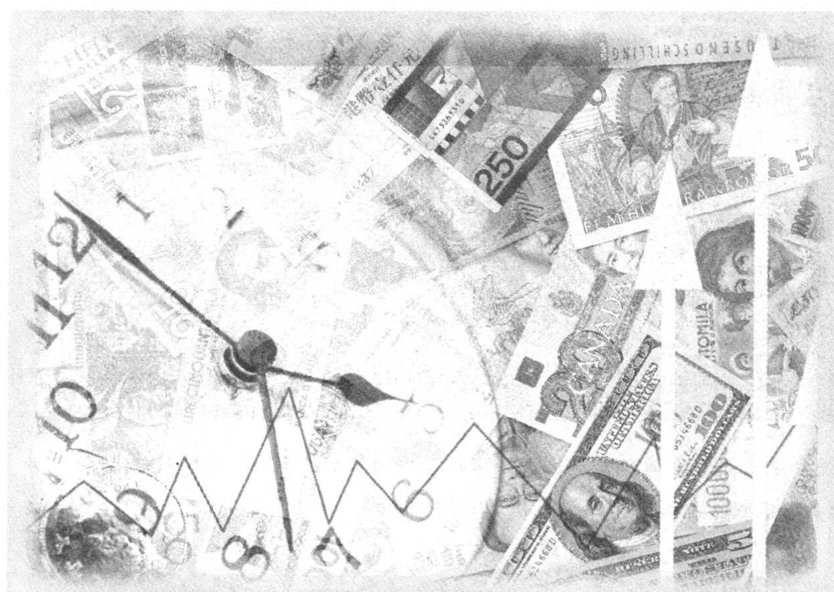
“通过访问其他国家并观察他们如何行事，我想出了很多主意。我在访问加拿大时学到了关于循环利用过剩产品的所谓‘二次收获’理念。我们已经把这个理念运用到办公用品和家具方面。大公司经常淘汰这些物品，但新兴企业又买不起这些产品的新货。因此，我希望建立一个相关的数据库，使人们能够循环利用物资。”

只有很少人知道威尔士亲王是一名投资者和财富创造者。

了解到上述成就，人们不禁会感叹：为什么只有很少人知道威尔士亲王是一名投资者和财富创造者？他默默无闻地在英国播下了无数新兴企业的种子。亲王青年商业信托是一家独一无二的机构。而且无论投资成败，它的整体投资增长速度和成功程度的确十分惊人。

威尔士亲王发现了一些经久不变的投资真理，并持之以恒地去实践。他的经验表明，如果找到一些有现实的创业计划而且有理想的人，给予他们必要的资金，并邀请有经验的商人支持他们，那么甚至没有企业家天赋的人也会有很高的成功几率。亲王青年商业信托并没有为威尔士亲王增加个人财富，而是制造了越来越多的百万富翁和 2.2 万家成功的企业，这些个人和企业正在活生生地实践着威尔士亲王的理念，证明着他的投资技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(照片说明：圣詹姆斯宫单位投资信托集团的管理团队：(从左至右)约翰·赫德森、凯托·斯通奈克斯、尼尔斯·陶布)

* 奉行全球分散投资理念：“人生乐事莫过于能像哥伦布一样发现新大陆。”
* 1969年12月把1英镑交给他，到1995年底就变成54英镑！
* “赚钱能力无与伦比。”——《货币观察家》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

尼尔斯·陶布：
仔细观察　移花接木

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人求名，有人求利。尼尔斯·陶布并非一个频频见诸报端的人，他也从不花功夫扩大个人知名度。恰好相反，他属于自我埋没和自行隐退的一类人，他喜欢用成绩说话——而且的确业绩非凡。事实上，陶布曾经说过，他认为自己的照片被刊登出来是一件不幸的事情，而这也就意味着这位真正伟大的英国投资经理人先前在投资行家的小圈子以外几乎默默无闻。

同理，也很少有人知道，尼尔斯·陶布是目前伦敦金融城资格最老的单位投资信托经理人。他迄今已在圣詹姆斯宫大欧洲进步信托工作了 26 年，管理圣詹姆斯宫国际信托也已有 24 年。与行业平均值比较，这是不同寻常的。根据《英国基金产业评论与目录》1995 年刊登的研究结果，英国目前 40% 的经理人是 1993 年以后担任现职的。这种职业的长期性和连续性，再加上陶布这样的人才当主角，必然能演绎出一段投资佳绩。

在长期、独特和多彩的投资生涯中，陶布扮演过许多角色，但他一直最喜欢当一名选股者。他对此如此迷恋，以至于在 1994 年毅然辞去兼任的圣詹姆斯宫投资股份有限公司(圣詹姆斯宫单位投资信托集团的管理机构)执行董事一职，以便一门心思地当好这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个集团的首席投资顾问。这是使他能够大显身手的一个角色。

陶布获得奖励和赞美频率之高，令同行只有羡慕的份。他的优秀业绩不胜枚举，但都说明了同一个道理：陶布一直是一名优胜者，而他管理的所有基金多年来一直都是投资者们心目中的“安全天堂”。

绝大多数投资经理人谈起 1987 年(美国股市大崩盘的那一年)来无不为之色变，如同啃了一块烂黄瓜一样，但陶布却在这一年中大获成功。那一年，他经营的主教门进步基金(圣詹姆斯宫大欧洲进步信托的前身)在五年期和十年期的同类基金排名中都名列榜首。这种领先地位一直持续至今。

1994 年，陶布管理的圣詹姆斯宫单位投资信托集团获得了美国普标米高柏公司评出的前十年最佳单位信托集团奖(小集团类别)。1995 年，该集团又在五年期和十年期的最佳基金评选中胜出。1995 年，标普米高柏公司的数据显示，圣詹姆斯宫英国和通用进步信托在此前的五年中战胜了加入英国个人持股计划的其他所有 488 只单位信托，而且收益为行业平均值的三倍。陶布取得的成绩举不胜举。只要看一看圣詹姆斯宫单位投资信托集团现在的母公司 J. 罗斯柴尔德保险营销集团散发的一份广告，便可了解其中的大概情况(见图 13－1)。

与陶布获得的各种荣誉相比，客户对他的忠诚和仰慕更能体现他的成就。他像关心持有的股票一样精心关怀客户，这使他如虎添翼。显而易见，他与许多客户私交甚好。1982 年，当陶布加盟新成立的 J. 罗斯柴尔德保险营销集团以后，原来的客户大多跟着他走。其中许多人至今仍是他的客户。

毫无疑问，在投资场上，最终要用效益来说话。而陶布往往能得到最高分。如果 1969 年有人在主教门进步信托(圣詹姆斯宫大欧洲进步信托的前身)中投入一个英镑，到 1995 年便能拥有超过 54 英镑的资产。在人们即使只有很少的本钱也可以使陶布为他们工作的时候，真是别无所求。随便说一句，这也是作者想模仿的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们又一次实现了超越

第一名
1992 年十年期最佳单位投资信托集团(小集团类别)；

第一名
1993 年十年期最佳单位投资信托集团(小集团类别)

第一名
1994 年十年期最佳单位投资信托集团(小集团类别)

这头雄狮(该集团标志)连续三年捧得标普米高柏十年期最佳单位投资信托奖(小集团类别)。

这种连续的投资成功，堪称独一无二。

但是，我们的成功绝不会到此为止。今年，我们又在标普米高柏五年期最佳单位投资信托评比中排名第一，并在一年期评比中排名第三。我们集团旗下的各个基金也都分别获得过许多荣誉，包括：

- 北美板块：十年期第一名
- 欧洲证券板块：十年期第一名
- 国际证券板块：十年期第一名
- 英国证券成长板块：五年期第一名

本集团在 1994 年标普米高柏公司的基金评选中总共获得 9 个奖项。这又一次说明，当论及持续突出的业绩表现时，雄狮是至高无上的。



雄狮图案
J. 罗斯柴尔德保险营销集团及下属圣詹姆斯宫单位投资信托集团

请注意，过去的业绩并不一定能对未来产生指导意义，单位投资信托的价值和通过它们产生的收益是可升可降的。

经英国个人投资局批准，J. 罗斯柴尔德保险营销集团只经营人寿保险、养老金和单位投资信托业务。本集团下属 J. 罗斯柴尔德保险公司、J. 罗斯柴尔德国际保险有限公司和圣詹姆斯宫单位信托集团有限公司，是投资管理监管组织(IMRO)和单位信托和投资基金协会(AUITIF)的成员。

总部地址：英国格洛斯特郡塞伦塞斯特市多勒街 J. 罗斯柴尔德大厦。邮编 GL72AQ，电话 01285－640302。

图 13－1J. 罗思柴尔德保险营销集团的广告(1995 年)

一个重要投资思想。本章稍后部分将对此进行详细描述。

陶布的职业生涯十分独特，因为他能够把两种工作融为一体。他的一生都在金融界中打拼。他最初在基特凯特－艾特肯特证券经纪人公司工作，从 1948 年当勤杂工开始一步步做起，到 1975 年升为主要合伙人。他在这家公司一共呆了 34 年。也许绝大多数人都会对这一成就感到满足，但陶布不是这样。1969 年，他向投资管理行业迈出了第一步，开始了随后 26 年的投资生涯。他从证券经纪到投资经理的转变过程直到 1982 年脱离基特凯特－

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艾特肯特公司时才得以完成。那一年，他和吉尔伯特·德·波顿一道与雅各布·罗思柴尔德合作,共创 J. 罗思柴尔德保险营销集团,完全投身于投资事业。该集团最初的顾客是原来基特凯特－艾特肯特公司的个人客户。

“我不喜欢把股票当作老板。我过去和现在一直都坚信，我们应当成为股民的代理人，而不是站在股票的立场上与他们交易。”

尽管陶布的职业生涯被划分为两个部分，但二者的界限并不绝对。股票经纪人的业务当中也包括许多投资管理活动的因素。而且，有时候基金股东也会像股票客户一样需要手把手的指导。

陶布一直对投资基本分析推崇备至。在这一点上，他的做法很早就有别于股票经纪人常用的管理方式，这似乎是他日后改行的前奏。1955 年，他和别人共同创立了英国投资分析协会。甚至在从事经纪人的主营业务时，陶布也不认为自己是传统意义上的经纪人。这一区别决定了陶布对金融活动的根本看法：带着极度谨慎和审视的态度，不断寻找价值偏差。自 1948 年投身商界以来，这一哲学就一直是他投资思想的核心。

“在那个时候，做投资分析要靠自己去发现。我第一次认认真真地做分析是在 1950 年，当时我发现一本名为《印刷商笔墨》的美国杂志上刊登着对每一种香烟品牌销售情况的预测。英美烟草公司拥有布朗和威廉森这两个品牌，而它们的销售情况就刊登在这本杂志上。我把这些数字和所有其他上市的烟草公司的平均利润对比，得出结论，认为英美烟草 60% 的利润来自美国。这是一个未被公开的信息。当时，外国人要购买美国股票需要支付 36% 的美元加价。而由于英美烟草是一家英美合资企业，我们可以在英国以非常低的市盈率购入它的股票。但它实际上在美国有分公司，因此我们购买这只股要比买入其他同类美国股票便宜得多。我将这一情况通知给客户，他们委托我们认购数百万股英美烟草股票，从而使股价发生变动。这件事使我走上了分析之路。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“接着，我发现了一只名叫 HJ 海因茨的美国股票，它的情况恰好相反。它有一家英国子公司。通过在英国公司委员会中挖掘资料，我发现，这家公司规模很大，也很成功，因此我们为客户买入了海因茨公司 15% 的股份。当时，我选股看重的是不同寻常的价值，而不是投资题材。我所寻找的投资机会主要是大西洋两岸的投资者彼此没有发现的东西。胡佛公司是另一家在英国有分公司的美国公司，而子公司要比母公司成功得多。在这种情况下，就可以做国际价值套利交易。”

“英国石油公司和美国的同类公司一样优秀，也许在石油勘探方面实力更强。它在上了伊朗穆萨迪克政权的当而失去阿巴丹油田后，又在亚丁建造了一家炼油厂。这种做法如今听起来显得有些疯狂，但在 1954～1955 年间，是极其明智之举。因为当时中东和远东缺乏炼油能力，而有了炼油厂，英国石油公司在每桶石油上就节省 2 英镑多的运输费。我们在股市上大力宣传这一优势，在一周内使这只股票的价格上涨 20% 。这可以称为分析政变。”

你可以看到，从一开始，陶布就将横向思维的能力练得炉火纯青。他总在寻找由于一个国家的投资者看不到或者没有清醒地认识到在另一国进行操作的价值而导致的资产或收益定价误差。之所以出现这种误差，可能是因为一国金融市场的估价不能适应一家企业的国际分散化趋势，或者是因为一家企业进行了根本性的结构转变，但得不到投资者的理解。作为一名分析员，陶布不仅在时间上超前，而且绝不遵循任何现有的路线，而是不断地寻求评估价值的新方法。

“我继续寻找新的投资思想以及看待事物的新方法，我把眼光投向了人寿保险行业。我认识了一个叫谢尔比·卡洛姆·戴维的人，他是美国保险市场分析人士当中的老前辈。20 世纪 40 年代，他对如何评估人寿保险公司进行过深入的研究。在那个时候，一家人寿保险公司在做保险业务时，会先将业务成本记入损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益账户中的借方，然后展开这项业务。其结果就是，如果业务扩展很快，它们就产生出不良收益，并在事实上破产。而戴维的做法是根据保单期限分摊保险业务成本，这是公认会计原则的先驱，并首先在美国得到公认。这样的话，用不着以 4% ~5% 的息率推销保险，保险业务的真正价值也能得到确认。”

“戴维使我学会了上述分析方法，而我将它应用于英国保险公司，诸如法律与大众公司、平等与法律生活公司和鹰之星公司，并部分地应用于宝诚公司。随后，我又将这种方法应用于德国的保险公司，效果更好。其中有一家名为维多利亚的公司，如果将德国马克升值的因素计算在内，它的价值在十年中几乎增长了 100 倍。”

“这真的就和英国歌手汤姆·莱雷尔在歌中唱得那样：用眼去看，然后模仿。”

正当陶布思考这种越境价值移动的时候，一些公司已将他发现的这种借鉴别国经验的方法应用到业务中去。他也预见到了这种动向可能产生的利益，以及这些公司的有关改进措施得到广泛认同后对股价产生的正确影响。

“20 世纪 50 年代初期，一些英国百货公司开始抄袭美国的自助体制，特斯科公司和维克多价值公司尤其如此。维克多价值公司管理不善，而特斯科修成了正果。当时特斯科的业务非常小，股价只有几个便士。它从那时起开始发展壮大，演绎了一段成功的长期发展史。”

“当复印机发明出来以后，兰克公司负责人约翰·戴维斯以自己拥有一家光学精密仪器公司为条件，成功地说服了施乐公司建立起一家投资各半的合资企业。他把在合资企业中的产权一半划拨兰克公司，另一半放在兰克精密仪器公司，而后者 40% 的投份由克肖公司所有。我通过购买克肖公司的股票及它对于这个合资企业的实际所有权，就能在 20 世纪 60 年代早期以 100 万英镑买入克肖－施乐合资公司 10% 的股份。这个价格很便宜，因为这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家合资公司尚未取得市场的信任和理解。这就是说，当施乐公司美国业务的估价介于 10～20 亿美元之间的时候，兰克－施乐合资公司的估价只有 1000 万英镑。”

陶布投资哲学中有两个特别的观点值得加以仔细探讨。一是投资组合需要取得广泛的地理分布平衡，二是跨市场比较购买的重要性。这两者齐头并进，但需要分别评价，才能理解它们的相对重要性。

比较购买

陶布全球投资策略有一个显著特色，就是发现在一个国家出现、却不被另一个国家所承认的趋势或价值，再做相应的投资。如果这听起来很简单，那么仅仅是因为叙述这个道理要比在实践中执行它容易得多。然而，比较购买却是一种人人都能操作的估价套利方法。只要经常到国外度假或出差，就有可能发现别人错过的投资机遇。

> 发现在一个国家出现、却不被另一个国家所承认的趋势或价值，再做相应的投资。

陶布是应用这一策略的大师。他在 1995 年 1 月接受《金融观察家》杂志采访时简洁地陈述了这个观点，并提供了关于正确使用跨国分析手段取得优厚报酬的经典范例。

> 很久以前，大约 30～40 年前，我发现投资领域存在一种国际抄袭的现象。我买进特斯科等超市公司股票基于一个简单的道理：当时超市在美国早已有之，而且已经取得成功，因此也很可能在英国重复这种成功。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今，我们可以通过购买当地超市股票再一次在东欧全盘抄袭这种方法……

当时，某些新的市场发展趋势传播得很慢，令人不解。但如今已经传播得很快了。整个过程就像是说：我们已经看到了未来以及它的运作方式。

陶布目前持有的重仓股包括巴黎国民银行。这家法国银行的估价是其存款总额的 2%，而英国同类清算银行的这一比率在 6%～8% 之间。这表明，目前巴黎国民银行的升值潜力尚未释放出来，但法国的银行可能会重演美国银行五年前高歌猛进的情况：花旗银行集团在大批销账和实现复苏后，升值了八倍。

“我们总是用国际性的眼光看待股市。在这个基础上，我们倾向于买入便宜一些的股票……大约四年前，我们对一些意大利电话公司投资时，采用的就是这种典型的操作方法。”

陶布认为，意大利人无需鲍博·霍斯金斯这样的人指点就能明白打电话聊天的益处。

“我觉得，意大利人之间相互交谈的频率比其他任何民族都要高。因此我确信，当地存在着对电话的需求，而电话公司的估价为一倍现金流量是非常合理的。我们同时发现，墨西哥电话公司的估价约为 10 倍现金流量。我们清醒地认识到：意大利有 5000 万人口，其中一半拥有电话；而墨西哥有 1 亿人口，只有 5% 的人拥有电话。因此，我们在意大利电话公司投入了许多钱，结果股价上升了 6 倍。”

在寻找市场操作漏洞的过程中，陶布对各个市场的比较基本上不受限制。由于不带任何教条、偏见或乡土观念，像他这样的一位全球投资家可以在澳大利亚、墨西哥、美国、日本及世界各地使用一种通用逻辑，并发现当地人往往错过的价值变异。这就是陶布投资哲学的基石。如果非要用一件事解释他取得辉煌成就的关键所在，那就当数他在利用跨国差异方面的技巧。但其中有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点必须注意：衡量相对价值的标准并不总是很明显，市盈率法只是多种选择中的一项。

在当今世界市场全球化的时代，尽管金融领域的信息交流更加迅速，但仍然存在上述的操作漏洞。对于陶布这一类的投资者而言，目前的有利条件在于当市场的某一部分发生变化时，其余部分很快就能跟上形势。因此，在一项投资的价值得到广泛承认并在价值上出现一只低估股理应得到的升值以前，投资者无需将一项投资持有很长时间。

地理分布

基于其全球式投资风格中的内在前景分析和进行全球性思考的能力，陶布把全球范围内所有能够发现利润机会的地方都纳入他的投资组合。陶布关注各大经济体的相对位置，在发现个股价值和评估整体市场未来业绩的基础上确定投资配置。这种分析方法促使他的投资配置在1974～1975年间发生转换。他在1975年向股东提交的年度报告中提到了这件事。

> 我们这些经理人相信，美国和日本的经济复苏将持续相当长的一段时间，但我们认为复苏步伐要比其他评论员所预测的要慢。我们仍对英国的产业前景感到不安……

在这12个月当中，陶布投资组合中海外股仓位从30.3%上升到51.6%，并大大增加了对美国和日本市场的投资。这确保他的基金占据有利位置，以取得随后的成绩。表13－1显示了他的基金在不同时期的一些显著变化，并在事实上暗示了地理组合的易变性。1989年，日本占陶布投资组合的仓位从数年前的空白一下子上升到23%，而到1990年底又降到8%以下，作了一次显著的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13－1 主教门进步信托地理分布，1974～1995 年（下列年终数字是占总数的百分比）。

市场	1975	1980	1985	1990	1995
英国	47.9	68.6	28.0	14.9	19.2
北美	38.4	25.9	37.1	20.5	0.3
加拿大	–	5.4	5.6	3.3	0.1
欧洲大陆	0.1	0.1	26.7	45.5	71.2
日本	5.2	–	–	7.9	–
澳大利亚	8.4	–	–	1.8	3.9
南非	–	–	2.6	6.1	–

往返式运动。

不仅是投资组合频繁变化，而且连这只基金的名字后来也由主教门进步信托改为圣詹姆斯宫大欧洲进步信托。我们很少会看到有人能够在这种重大的跨国投资调整中做得这么好，但陶布做到了。为什么与那些倾向于仅仅植根英国市场或限于单一市场和地区的一般投资者相比，陶布能取得如此辉煌的成就？地理时机选择和轮换是其中最重要的关键因素。

设置一个地理分布广泛的投资组合能够扩大选择绩优股的范畴，而看好某个国家也能产生出相对于英国或世界指数的额外收益。1985 年，陶布大举进军瑞典市场，在阿斯特拉公司（一家制药公司）和 LM 爱立信（一家电子公司，在 20 世纪 90 年代一跃成为一流电信设备生产商）中持有股份。尽管当时瑞典在全球股市上默默无闻，甚至连一些所谓的全球边缘资产配置者也不会对它感兴趣，但它却在陶布的投资组合中占了 10% 的仓位。

陶布还以类似方式大举进军瑞士市场。1990 年的投资组合中包括了哥伦布动力公司（一家电力公司）、雀巢公司（消费品和食品公司）和罗氏公司（一家制药公司）。这些股票总共占陶布海外投资名义权重的 9%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1994 年，东欧已在陶布的持有资产中占有一席之地。当时，绝大多数投资基金还在对是否在东欧市场小试身手犹豫不决，而陶布已将波兰、匈牙利和捷克共和国的基金仓位增加到 7% 多。

陶布在追求价值的过程中不会一有风吹草动就心烦意乱。20 世纪 80 年代后期，美国投资者撤离南非，为着眼于长期投资效益的人提供了买进机会。陶布决定在当地最主要的蓝筹股中买进头寸，包括英美公司(以采矿为基础的集团)、巴洛·兰德公司(金融服务和投资)和德比尔斯(钻石生产)，使南非的仓位达到 6%。

国际分散化和在不同国家和市场间来去自如的能力是陶布最大的优势和强项。他的投资权重配置与摩根·斯坦利资本指数相去甚远，而市场覆盖面异常广泛。这一点在他 1990 年的投资组合中表现得很明显，其中包括总共 57 家公司的股票，涉及 12 个国家。

如果透过作为陶布投资平台两大支架的上述两个因素进行深入观察，就能发现一些将理论和实践结合起来的方法。陶布认为，其中首要的一点就是以下这句话：

> 国际分散化和在不同国家和市场间来去自如的能力是陶布最大的强项之一。

“只对个股做文章”

陶布集中关注的是单个公司和它们的管理团队以及个股估价。“人们总是问我如何看待市场”，他说，“但我说，我怎么想并不重要。市场不会因我的看法上升或下降。我从事投资这么多年，大概也只是在五、六次情况下，市场整体业绩真正起作用。”他说，其中包括 1974 年、1987 年以及 1990 年情况，但一般情况下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场整体状况如何并不重要。(摘自 1995 年 1 月一期的《金融观察家》)

买英国最好的……

陶布的比较购买策略当中，有一个尤其具有积极意义的方面，那就是他发现英国最佳投资对象的能力。在他绝大多数投资组合中，以单个国家而论，英国的份额是最大的。陶布总在琢磨一个问题："如今英国什么做得最好？"他的结论强调，即使以世界级水平衡量，英国也能选出一个具有比较优势的公司群体。他的分析为英国经济的某些领域提供了令人鼓舞的指标。

"论及大型国际公司，英国不乏其中最优秀者。比如吉尼斯公司——世界上没有其他企业能以同样的数量和质量生产威士忌。"他的英国和通用信托体现了两条有关的普遍性战略主题："我们不要与消费者有很大关系的公司，"他说，"重点是出口企业和能在这个国家生产优质工业品的公司。"

他举了英国汽车行业的例子:

"就品牌而言，英国实际上已经失去了自己的汽车产业，但论及制造，情况却并非如此。汽车制造在这里非常成功，尼桑、宝马、本田、福特、丰田和通用公司在英国的子公司在管理上明显优于一般的英式管理。而且卢卡斯和 GKN 等英国公司仍在生产优质汽车元件，因此我们很乐意在这样的公司中投资。"(《金融观察家》，1995 年 1 月)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让别人出力

陶布就选股问题给其他投资者提供了一些具体建议，这也是他擅长的另一则拿手好戏：使有才华的人得到正确的激励，让他们为陶布出力（参见本书作者在《金融时报环球投资指南》当中的评论，第304页以及下文）。

> 跟随成功企业的经营者可以得到最大的好处。

> "如果你看到一家企业的经营者将个人资金投入其中并且全力以赴地工作，你就应该盯紧它。塞恩斯伯里公司开始上市时就是如此。跟随成功企业的经营者可以得到最大的好处。"

"国民汽车公园公司的创始人在创造财富方面获得了令人难以想像的成功。汉森集团的汉森勋爵在创业时是一个值得关注的人。但如今这家公司已经做得太大，因此你要取得和当初一样的投资业绩，必须是个魔术师才行。"

在论及本行业的佼佼者时，陶布很谨慎地提了一些建议。

"对从事投资的个人而言，要长时间都能做得很好非常困难。我的事业也有过低潮，当时没有人坐在我对面说：小心，别这样做，别那样做。但投资者需要以同行作为镜子。"

"我曾与尼克·罗迪蒂相处得很好，戈登·格林德尔也曾是我当年非常好的同事。如今约翰·赫德和凯托·斯通奈克斯是我非常好的同事。你需要有另一个自我。你可以成为同事中的第一，但你必须要有同事。"

"作为一个投资团队，马丁·阿尔比布和他在永恒基金中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同事共同组成了一个业绩优异的集体。加特莫尔公司(现为纳特·韦斯特公司)的保罗·梅因内斯也是一位值得关注的投资者。”

没有什么优势能比得上拥有专卖市场

对于上市公司而言，没有什么优势能比得上拥有一两个专卖市场。布鲁诺公司是陶布在 1973 年至 20 世纪 80 年代后期重仓持有的一只股票。它是总部位于美国亚拉巴马州的一家少数民族食品超市连锁店。它是整个行业的一个子市场(少数民族食品)，也是地理环境的子市场(亚拉巴马州)。这就为大型企业与之竞争设置了两大障碍，同时并不损害布鲁诺公司作为成长型小企业的市场潜力。在一个一定范围内的小市场中发展真的很棒。布鲁诺公司的业务在一个很薄弱的基础上强劲增长，使陶布只有 7500 英镑的最初投资变成 100 万英镑的价值。参加英国个人持股计划的三名小伙子曼尼、莫和杰克开设了一家超级汽车配件企业。陶布持有这只股票已有 23 年之久，价值增长超过 30 倍。

不当大股东也无妨

让我们谈一谈“不当大股东”的话题。在陶布看来，这一做法是在世界上任何一个他认为合适的地点捕捉机会的通行证。你会发现，陶布持有资产当中符合这个类别的股票并非是当地家喻户晓的品牌。下文将要提到的一家意大利电信公司曾同时在他的几只基金中占有超过 10% 的仓位。

这条策略同时从两个方面起作用。一家上市公司可以在陶布投资组合中占据很大的仓位，同时他也敢于在一只他所信任的特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

殊股票当中拥有大笔股份。他拥有山茶有限公司公开发行股的8%。在我们后面将要提及的科隆再保险公司和可口可乐－阿马蒂尔公司中，陶布也是大股东。

试图总结陶布的上述技巧、并将这种复杂的策略归入一个小类别当中、贴上容易辨认的标签的一切做法都将只是徒劳。最接近于实际的一个现成标签是基本分析，但也并不非常贴切。

“价值是个似是而非的词。一名价值投资者的对立面是什么？有这样的事物吗？我过去的一位高级合伙人喜欢说：我有选择地做多头。对于这句话，我反问：请让我知道你何时无差别地做多头。通过反向思考便可以识破其中的荒谬。”

“我的确喜欢买反。因为我觉得市场是由一群对好消息和坏消息的反应有些竭斯底里的人组成的。价格在反映乐观或悲观情绪时会大打折扣。当价格反映出大量乐观情绪时，我就会变得格外紧张。只要人们是悲观的，我就放心多了。”

实际上，陶布最为得意的时刻就是市场必须作出某种让步的时候。在这种情况下，由于市场的结构性缺陷违背了常识和商业逻辑，使得他所发现的价值最终被释放出来。国际新闻公司就是他运用此类策略的经典例子。英美烟草公司则是一个早期例子。1995年后期，他又在德国市场作了一次类似交易。上述例子也体现了国际套利的投资理念，但不同之处在于，它是行为性的，而不是金融性的。

“我认为，通用再保险公司是世界上最有实际价值的再保险公司。它以每股1500马克的价格从UAP/科洛尼亚保险公司手中买入了科隆再保险公司75%的股份，并将其余25%交给市场。”

> 陶布最为得意的时刻就是由于市场的结构性缺陷违背了常识和商业逻辑而使市场必须作出某种让步的时候。

“此后，我们得以用每股800马克的低价在市场上购入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科隆再保险公司其余的少数股份，因为德国人已经习惯了这样一个事实：少数服从多数。我们购入了剩余股份的大约 20%。但最终通用再保险公司必须全面收购科隆再保险公司，因为同时经营两个保险组合是非常困难的。他们想要制造一个共同资源。因此，一家特殊控股公司成立了，它向法国人和德国人提供 7 年期的优先股收益。通用再保险公司以票面价值的两倍上市售股。如果 7 年内科隆再保险公司的股票也能升至这个价值，那么它只要增长 10%，投资回报率就将达到 8 倍。”

沿着上述思路，接下来陶布产生了在这个问题上与普遍观点截然相反的投资理念：在一家被大股东垄断的企业中成为一名小股东也是有价值的。当然，一向小心谨慎的他为这一理念设置了前提条件：大股东的个性至关重要。投资者需要了解这些大股东的目标，以确保他们在价值增长需求方面和所有股东保持一致。如果具备了所有这些条件，那么当一名小股东实际上就是站在大股东的肩膀上坐享其成。

政治上的正确性与金融市场

“如果德国人和法国人控制了一家公司，就会做出许多古怪的事情，而且不会善待小股东。美国和英国的公司按成立原则则必须正确对待小股东，绝不允许虐待小股东。”

“只要科隆再保险公司以低于通用再保险公司的价格上市，只要通用再保险公司还是自然买家，那么我们就没有出售股票的紧迫感。与此同时，我很乐意当一名小股东，让别人来替我操心。”

“我做这种生意的时候从不咄咄逼人。我不会跑到新闻公司直接对鲁珀特·默多克说：我要出局。其实，我很乐意不被带出局，因为他在为我工作(此言一出，新闻公司的少数股份都被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买走)。"

"在最理想的情况下，我喜欢投资于大股东行为端正的公司，尤其是在海外市场。如果可以成为印度飞利浦公司、印度联合利华公司或印度葛兰素公司的小股东，我会乐意为之；因为与其在塔塔先生或比拉先生的印度本土公司中持股，还不如成为上述公司的小股东。"

也许有人认为，形成上述投资理念要从最基本的事情做起，对数字进行深入而繁琐的分析。但实际上，和陶布讨论金融分析就如同用一支没有水银的温度计给病人测体温一样，毫无结果。因为，谁都明白许多事情正在发生，不用分析都能看得出来。陶布能够在进行一项价值评估时极其迅速地将一笔交易的各个方面联系起来，并立即形成他的看法。

"我非常关注市盈率和现金流量，因为一家公司如果在年终时有了更多的钱，或债务减少，显然这就是一条有用的信息。20年前，阿诺德·温斯托克曾有一次对我说，他的一个竞争厂商在报告中称其收益很高，但年终时现金总是减少。他对此感到好笑。"

"然后必须看到这家公司本身的企业价值。利息、税收、折旧及摊销前的盈余(EBITDA)是衡量企业价值的好方法。不管你何时购买一只股票，不要只是看到这只股票，而要看到你为得到这个企业的一份而付出了多少。"

"再投资收益极其重要。如果你的投资回报率达到20%，那就是一家非常成功的公司了。然后，你可以看看他们在近几年中取得的增长率。如果市盈率没有大大超过增长率，那将是一个很好的信号。"

> 不管你何时购买一只股票，不要只是看到这只股票，而要看到你为得到这个企业的一份而付出了多少。

你无法使陶布长时间脱离他喜欢的话题。他将金融比率称为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“商业的单调性”，只是一带而过，然后又回到投资的话题上。这是他的激情所在，而且也为他的投资者获得了许多利润。

“人生乐事莫过于寻找某样真正不同寻常的东西，就像哥伦布发现新大陆一样。为了发现新奇事物，我广泛阅读，也频繁地与人交谈。与我谈论的人当中有一个非常聪明，他就是纽约的伯纳德·塞尔兹。在英格兰，安东尼·博尔顿(本书第三章的主角)是一个非常能干的人。我们并不经常交谈，但我们常常同时投资于同一只股票。”

“我的搭档约翰·赫德森对人际关系有着如同百科全书般的知识。25 年前，他对一家称为山茶投资的公司产生了兴趣，于是我们持有其 6% ~8% 的股份。然后，我们经过横向比较认为，如果山茶国际公司很不错，就应该也看一看威廉森公司(一家茶叶商)。结果我们发现，可以用大约 400 万英镑买下这家公司 20% ~25% 的股份。它在印度有 7.5 万名雇员，并持有一家印度茶叶公司 25% 的股份。这家印度公司对威廉森公司的贡献率大约是 10%，规模也只有后者的十分之一，但估值却超过前者市场资本总额的一半。这无疑是一桩好买卖。”

出售股票是投资经理人的一项重要议题，而且好像总是比购买股票时面临更多的问题。陶布对此非常清楚，他在做出一项投资前就已经彻底考虑过如何出售的枝节问题。他也能将一些有时候自相矛盾的分析手段融会贯通。而且他只有在掂量这些分析手段后，才会决定是否出售以及如何执行这项销售。

“如果你必须出售相当于 2500 万英镑的股票，这家公司一定非常大，这时要么你就要非常耐心，要么你就必须非常正确。有一天，有人问我如何出售一只大头寸。我说：像箭猪做爱一样——要非常、非常小心才是！”

“首先要注意的一件事就是永远不要因为一只股票上涨而对其情有独钟。从理论上说，一只股票永远也不能上涨到极限，总会存在一定程度的低估。让我举个例子吧。国际新闻公司是我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有的大头寸之一，它是鲁珀特·默多克在英国的子公司，拥有《世界新闻报》、《太阳报》、《泰晤士报》和《星期日泰晤士报》，以及“不列颠天空”广播股份公司(BskyB)40%的股份。这家公司和母公司新闻公司之间有一项协议，规定国际新闻公司每股拥有相当于新闻公司1.5股的红利和权益。该公司85%的股份由默多克个人持有，其余15%大体上由四家集团拥有。”

“我认为，默多克迟早都会收购少数股，因为如果不这样做，他使用国际新闻公司的现金投资于其他公司，就会产生利益冲突。而且，如果我是他的话，我也会设法从这家公司提出现金，投在集团中的其他地方。因此，我相信他最终会与少数股东交易。当时这只股票的市价是3.10英镑，票面价格是6英镑。只要这只股票像这样保持近一半的折扣率，只要我还喜欢新闻公司，我就会安于现状。但如果市价与票面价格趋同，我将会出售。对我们有利的是，默多克并没有使市价与票面价格趋同，因为新闻公司的股价正在上涨，他越推迟与我们交易，将来的代价就越高。”(这笔交易后来的确发生了。1996年6月，默多克用新闻公司无投票权的普通优先股换回了每股价值4.10英镑的国际新闻公司少数股权。)

“另一个类似的例子是加拿大生化制药公司。它发明了一种阻止艾滋病病毒变异的药物。葛兰素公司在其中有13%的股份。经临床试验证明，如果将传统抗艾滋病药齐多夫定和这种称为3TC的药物混合使用，的确能够延长人的生命并能够防止带有HIV的人患上艾滋病。它的股价在连续两年徘徊不前后，最近6个月由每股12~13美元猛涨到69美元。该公司目前的估值大约是35亿加元。一位负责研究这家公司的分析师告诉我们：如果一切顺利，他们在2000年将赚到2亿美元。这就是说，4年后它的市盈率将达到17倍，而且这名分析师又过于看好它的前景，这就预示着股价的上涨极限不会太高。当它到达45美元的价位时，我决定尝试一下，出售了部分股票。当人们开始投机时，我便会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担心。”

“当某只股票的溢价比市场平均价高出许多并高于增长率相似的类似股票时，我将会出售它。一般而言，当别人都患上狂热病时，就要出售股票。投资者的行为中应该有买反策略的成分。很清楚，我必须事事小心。如果股价进一步上涨，就说明我本不该出售，而如果下跌，就说明我本该出售大部分持股；但你必须很小心，先试试再说。”

由此可见，和其他棘手问题一样，这种“卖方懊悔”是一名投资经理人的最大职业风险！

“卖方懊悔”是一名投资经理人的最大职业风险！

1996年，陶布重新为他的投资组合确立方向，以便能从一些根本性的宏观经济和政治变革中获益。这种观点为他的跨国价值投资法引入了新的成分。经济和政治变革都是强大的动力，但要找到利用它们的最佳方法一般都不容易。

“时至今日，尽管市场分析师多不胜数，但新问题还是层出不穷；在出现新颖和罕见的事物时，你必须认识它们并走近它们。”

“目前，我们跟踪的投资题材之一就是世界上尚有13亿人每天收入不足1美元。而且，世界上57%的人日收入不足3美元。这些人将会赚更多的钱，也会增加消费。我们对此的反应就是买进雀巢公司、联合利华公司及可口可乐公司的股份，因为这些产品是处于这个收入水平的人在其收入增长时要买的东西。”

我们跟踪的投资题材之一就是世界上尚有13亿人每天收入不足1美元。这些人将会赚更多的钱，也会增加消费。

“我们必须考虑如何利用投资题材。我害怕在俄罗斯、中国或印度投资，但我不介意对向这些国家出售饮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料的可口可乐公司投资。我们下一步准备关注可口可乐－阿马蒂尔公司，也就是可口可乐公司在澳大利亚的分公司(控股 40%)。他们在澳大利亚和新西兰都有瓶装厂，而这两国的人口加起来大约是 2100 万。它们的收入中只有一小半是通过在当地出售瓶装软饮料赚到的。因为他们很能干，可口可乐公司允许他们买下印度尼西亚的特许经营权，而这个国家的人口是 1.95 亿。他们的市场还包括波兰、捷克共和国、斯洛伐克、匈牙利、瑞士、奥地利、罗马尼亚、乌克兰和白俄罗斯。如今，他们的服务区域已经拥有 4 亿人口，如雨后春笋般发展。”

“如果每个印尼人喝五瓶可口可乐，加上 1.95 亿印尼人都不能饮酒(穆斯林)，可口可乐－阿马蒂尔公司在那里的生意就可能发展成为一项很大的业务；这也就是我想在发展中国家搞投资的原因。”

发展中国家是下一个十年的投资题材，而且陶布又具有全球性投资眼光，那么他集中关注新兴市场也就不足为怪了。可想而知，陶布跟踪这一题材的方式还是尾随某一行业的世界级领导者，并支持他们在相应国家选中的公司。这是一项他过去屡试不爽的策略，也是他希望未来还能带来利润的策略。

“我认为，未来最重要的趋势是东欧、印度和中国向西方标准靠拢。我们从 1989 年开始关注东欧。我们选择了四个机会，并在 1992 年进行投资，其中两个在捷克斯洛伐克，另两个在波兰。其中一家是菲利浦·莫里斯烟草公司在捷克斯洛伐克的分公司，名叫塔巴克。我们在这家公司现金流量乘数较低时买进它的股票，随后股价上涨近四倍，同时许多人开始买这只股票。当它失去价值时，我们便出售股份。如今，它的价格又回落到我们投资时的水平，于是我们又买进这只股票。”

“拉多夫尼公司是我们在捷克的另一项投资，它是由瑞士雀巢和法国达能在捷克共同控股的一家企业，它的股价也曾上涨四倍，但已经回落。我们很仔细地研究了这个情况，认为东欧糖果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工业在卫生和精度方面的起点非常低，不符合西方国家标准，因此无法出口。为此，它们付出了很大的代价。在波兰，我们几乎如法炮制，买进了韦德尔公司的股份。这是一家生产巧克力和饼干的公司，60%的股份被百事可乐公司控制。这只股票的价格在9个月当中增长了8倍，然后我们出售了股份。”

当然，陶布不至于天真到认为这种收益可以在同一市场中重复取得。那么，1996年他下一个将关注的国家是哪个呢？

“我对中国感到有些不安，因为西方人爱上了中国，但它仍是一个共产主义国家。我不喜欢在仍然存在极权主义的国家投资。我也没有在俄罗斯投资，因为江山易改，本性难移。而且，那里的商业法规也没有充分建立起来。”

“我的下一个目标也许是印度。我对它的感情基于以下事实：它有英国式的法律、普遍的英语能力、超过10亿的人口以及一个在绝对数量上可能超过欧洲的中产阶级。”

当问到陶布认为未来哪些产业对投资者而言拥有巨大潜力时，他又回到起点，利用关于大西洋两岸价值差异的经典策略创造出一个新的变种。

“英国新一代的有线电话公司是有线电话和无线电话的混合经营体，这意味着其中好一点的公司相对于英国电信公司拥有巨大的优势。相对于美国的有线电话公司，英国的同类企业的估值非常小。这是因为美国公司直到最近才做无线电话业务，这使它们加倍地具有吸引力。英国市场的投资者并没有看到这一点。英国有线电话公司只需两年就可以赢利并出现正现金流，而且现在似乎资金充足，因此他们很有耐心。这个行业有可能成为真正的赢家。”

“在美国，纽约电话公司在有线电话领域表现突出，贝尔有线媒体公司从某种程度上也是如此。如果你装了有线电话，就可以和其他装了有线电话的人相互打免费电话。这将推动有线电话业务的集中化，也将吸引更多的用户。比如，纽约电话公司的英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国分公司目前拥有曼彻斯特及周边市场，这是一个由邻近地区组成的封闭区域，并意味着绝大多数人可能使用同一个网络相互打免费电话。一项免费电话服务应该是相当有诱惑力的一个商业提议，对于有孩子上学的家庭而言尤其如此。它与电信革命融为一体。”

“这个行业的相对估价就是每个用户和每个人口区域的价值。经验表明，有线电话的潜在用户大约是人口的40%～50%。有线电话公司在美国的估价是每个用户2000～3000美元，而在英国却低得多。”

广义上的电信业是陶布和他的投资者已经从中获得优厚回报的一个行业。在过去十年中观察投资活动的人都不会无视电信类股票提供的巨大回报。陶布坚信在这个行业中还可以取得更多收益，而且显然他已经找到了一条更为复杂的取得超常回报的方法。

“电信公司很容易分析。我们购入了意大利的电话公司——意大利电信的大额股份。它刚刚成立了移动通讯公司。这家公司固定电话业务的估价为现金流量的1.5～2倍。我们以一倍现金流量的价格买进这只股票。我们了解到，该公司的开支项目将在1994年结束，这意味着现金流量将用于减少债务。由于贝卢斯科尼及其政府的无能，我们得以继续以非常便宜的价格购买这只股票。”

“我们先是购入都灵电话服务公司(意大利电信的控股公司)的股权证，它的价格从2000里拉升至1.6万里拉。然后，我们再用它们买进意大利电信的可转让债券股，以稳定收益。”

“我们重仓持有意大利电信的股票是我们对全球绝大部分地区的电信行业进行筛选的结果。我们忽略了许多人对意大利的偏见。我想，意大利也是人创造出来的国家，它又能糟糕到哪里去呢？尽管那里有黑手党和政治腐败等诸多问题，但并非决定性因素。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产配置

陶布坚信股票才是长期积累资本的途径。他的投资组合几乎都集中于股票，而且也没有时间去打理其他金融工具。他偶尔有几次也买进了一些债券，但却是一种在特殊市场条件下的短期行为。

“假如股市过热但债券市场却趋于疲软，这一现象就很值得关注。1987 年，许多事实表明市场被高估，债券市场几乎连续 9 个月下降，股市则持续上升。我们在 1982～1983 年买进美国 30 年公债和无息债券，更多的是基于一种价值分析，而不是对市场周期的解读。”

陶布并不是在所有时候都保持充分投资。恰好相反，有时，他也会暂时冷落一下股票。他将现金作为镇流器，但当他的宏观经济分析暗示固定收入证券将享受一段“阳光下的日子”时，也会买入债券。

在 1974 年股市风波时，陶布将主教门进步基金中的现金仓位提升到 27.5%；到 1975 年底市场复苏时，他又将其减少到 1%；因为他要快速地使用现金。1990 年，陶布又将特殊形势单位信托中的净现金仓位增至 27%，原因是他预见到来年行情不佳。在这一期间，金融时报指数徘徊不前，因此他得以安然渡过暗淡无光的一年，没有遇到什么风险。1995 年，陶布将现金仓位减少到 -1% 或者说投资率为 101%，这在当时使许多人吃惊，但后来这一年被证明是充分投资的最佳年头之一。

陶布在绝大多数时间内喜欢拥有现金作为缓冲。它常常在 10% 左右的仓位徘徊，这意味着他是在投资组合仅有 90% 的市场风险时取得高水准业绩的。他小心使用现金，以此作为躲避金融暴风雨的暂时避难所，这或多或少就是陶布在股票和其他投资工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具之间取得平衡的全部空间。

基于类似的心理，陶布使自己成为一名长期投资者，他并不试图选择市场时机，也不会在熊市周期时坐在那里等着挫折过去。

“当市场上涨时，人们必须提高警惕，非常小心地选出在熊市阶段还能持有的股票，并接受将会赔一些钱的事实。我不会因为日本出现熊市就卖掉威廉森茶叶公司的股票。需要减持的只是那些易受市场影响的股票。”

“每个人都在想：市场行情如何？其实这并没有多大意义。因为你不会认为洛克菲勒赚了很多钱是因为1895年市场上涨。投资者购买的只是一家企业的一部分，因此在市场估价失误以前，不应过度兴奋。”

“我们的操作方法就是观察公司的估价，并透彻地考虑他们的潜力。我们着眼于未来五年，并试图考虑情况会发展到哪一步。如果你认为一只股票能在五年内增长五倍，而它却在6个月中翻了一倍，这就是说它只能再增长2.5倍。这表明，也许我估计错了。在这类情况下，你可以不予考虑这只股票。”

盯住官方政策

毫无疑问，陶布在选股时充分展示了获取最大优势的技巧。但如果在描述他的投资风格时忽视了他对宏观经济政策的关注，就会漏掉他身上很重要的一面。陶布总是能清醒地认识到政府对价值施加的影响，而这一点使他与作为单纯选股者或仅是资产配置者的经理人相比，取得了明显优势。陶布理解这种互动关系，他在1971年11月发表的主教门进步信托管理报告中对此进行了阐述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 我在去年这个时候所作的报告中说过，我觉得 1971 年股价有希望上扬。这一预测的依据是当时通货膨胀和经济增长乏力等问题并没有对股票的价位产生很大影响。1971 年，政府减少了公司和个人税收，并同时增加了工业资本津贴和经济中公共部门的资本支出水平。这些措施旨在刺激经济增长并以此减少失业率，但要在整个经济中起作用还需要一段时间。

展望未来，陶布预见到社会结构将会发生一场空前的转变，一定会对金融市场产生巨大影响。这一影响在 10 年之内尚不明显，但 25 年后将非常突出。

“欧洲的人口形势使我担心。《经济学人》等刊物发表了一批很好的文章，揭示了欧洲处于就业年龄的人数与退休及未就业人数的比例。目前这一比例大约是 4: 1 或 5: 1，而西欧正在降至 2.5: 1 的水平。和北美的美国和加拿大一样，欧洲的英国和荷兰也实行私人养老金计划，但欧洲其他国家都过于依赖国家养老金计划，因此它们也许必须在未来 30 年中节省下相当于目前国内生产总值两倍的钱，投入到私人养老金基金中去。德国人必须至少在这些基金中投入 1.5 万亿英镑。法国人和意大利人将不得不发展有组织的养老金基金。”

“这就意味着这些国家将出现制度性的养老金市场，从而使它们更像盎格鲁·萨克逊国家的市场。这些国家国内生产总值中相当大的一部分将通过私有化或通过公司上市被移至公共市场。一场巨变即将来临。在这些国家，为了照顾老年人，需要储蓄更多的钱；而作为这件事的附带结果，在可以预见的将来，长期处于 3% 的年利率将不得不大幅上升。”

陶布认为，不光要听取来自英国的建议，而且还要听取全世界的声音。绝大多数成功的经理人正是因为拥有这样的品质，才得以在同行中脱颖而出。在局外人看来，其中一些人很像是狡猾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的顽童。如果你正在寻找一位值得将未来财运托付于他的理财者，那么，当你听到以下陶布发出的一些忠告后，也许就能找到答案。

永远不要过多地借款，或者过多地暴露于风险，否则你将不能采取另一次行动。

“投资者必须能在晚上睡好觉。”

“永远不要过多地借款，或者过多地暴露于风险，否则你将不能采取另一次行动。”

“投资的关键在于坚定不移，以及有一点点胆怯。完全顽固不化是危险的。”

“经验很重要。如果经历过1974年英格兰不可想像的金融风暴，就会临危不惧。当时，人们的确认为，最后的丧钟已经敲响。面对这种情况，如果你仍不惊恐，就会很有收获。当时在伦敦很少有股票能卖出超过1英镑的价格，而且可以买到息率为12%的壳牌石油公司股票。但这种状况终将改变。”

“勤奋也很重要。许多人以为，乔治·索罗斯这样的人不会勤奋工作。这就好比，你只是在温布尔登看到一名获胜的网球选手，而没有想到他要在网球场上的热浪中奋战四个半小时，他必须足够强壮才能获胜，这意味着他要像奴隶一样努力才能锻炼出这样的体能。尽管依靠赌博致胜的想法由来已久，但保持职业道德是非常重要的。要创造财富而不是获取财富。”

陶布在工作中对任何事都要亲力亲为。有一个反复流传的故事(并非陶布讲给我听的)，突出体现了这一点。大约十年前，陶布因动手术而住进医院，同事们以为，会有好几天见不到陶布，但事实并非如此。在术后休息室中，当他从麻醉状态中苏醒后，做的第一件事就是让护士给他找一部电话。他在核对了当天的交易情况后才服用止痛片。

“拥有分析技巧至关重要，因为你必须能够自己分析情况；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解自己的局限也很关键，因为你必须知道何时要请人帮忙。”

陶布本质上是个谦虚的人，因此，许多人并不知道他还在运用无可争议的投资技巧为慈善事业服务。他目前正在抽空管理一个致力于癌症研究的基金会。这个基金会 14 年前成立，当时账上只有 100 万英镑的捐款，而在他的指导下，目前每年能够向社会捐资 100 万美元。当基金会对外捐赠数额不断增长时，陶布通过发行无息债券使之保持了收支平衡。

陶布同时也为索罗斯基金会的爱沙尼亚分会工作，它每年对外提供 300 万美元赠款。另外，他还为一家帮助精神障碍儿童的慈善机构效力，并将它描述为“我所知道的最好的投资”。他解释说：“如果你能使某人恢复正常的生活，与由于这个人无法工作而给国家带来的损失相比，就相当于做了一笔年收益为 100 倍的投资。”

每当遇到特殊的投资机遇时，陶布的股东们都可以期待得到不同寻常的投资回报。的确，陶布不断地发现特殊的机遇，连续产生出类似的丰厚回报。陶布回忆说，20 世纪 60 年代初，他替一位客户投资，以相当于一倍现金流量乘数的价格买进伦勃朗烟草公司的股票。如今，该公司改名为里什蒙公司，是鲁珀特企业集团的一员。如果当初在这家公司投资 1000 英镑，到 1996 年就会变为超过 70 万英镑的资产！

这是陶布抓住特殊机遇获得成功的最佳例证。然而，由于投资行业的特点，即使努力而勤快的投资者也会失手。

“人人都喜欢交易。如果能迅速赚钱，将会充分获得自我满足。我希望成为一名长期投资者，但我不会被任何股票套住。如果一只股票的价格一天翻一倍，长期投资也可以变成短期投资。如果股价下跌，短期投资也可以转为长期投资。”

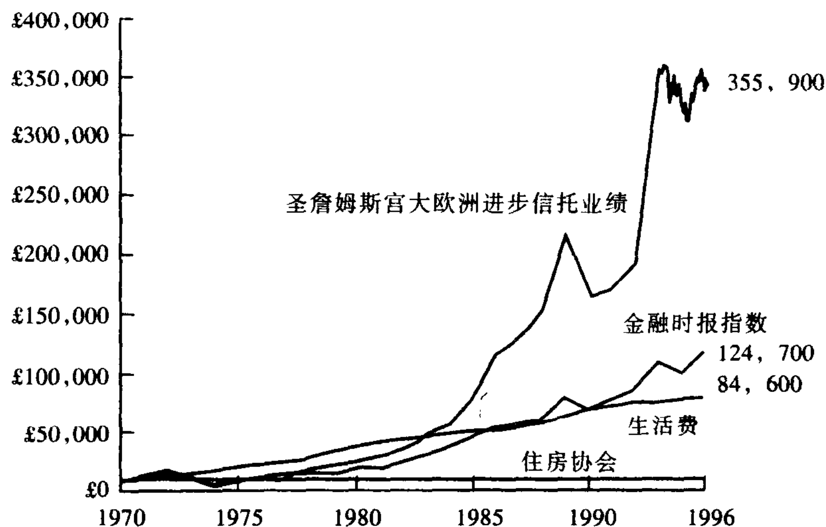
对陶布的投资者而言，取得良好的业绩如同探囊取物般容易。主教门进步信托在成立后的第二年便一举成功，以大幅差额战胜金融时报指数。当年它取得了 36% 的回报率，几乎是金融时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报工业普通股指数涨幅的两倍。到 1975 年底，他管理的收入单位信托除支付红利外保持了连续 6 年增长，比金融时报指数和道－琼斯指数的同期增幅超出了一倍多。

这种优秀业绩对于陶布来说，几乎就是家常便饭。这表明，他在职业生涯中保持了非常好的连续纪录。在本章结束之际，没有比图 13－2 更好的结论了，它肯定为每一位当过陶布股东的人带来了笑容。它也说明，陶布的投资哲学和投资理念在实践中极为成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来源：生活费　《1996 年 BZW 股票/金边债券研究》

住房协会《1996 年 BZW 股票/金边债券研究》

金融时报指数《1996 年 BZW 股票/金边债券研究》，包括收入

大欧洲基金(综合了圣詹姆斯宫大欧洲进步信托与普标米高柏的数据，从开盘到收盘，包括收入)

图 13－2　圣詹姆斯宫大欧洲进步信托业绩和金融时报指数的比较

图中数据是在每年 12 月 31 日公布。

过去的业绩不能指导未来的行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

投资成功的秘诀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多人在通读了上述各位投资大师的事迹后，很容易就会把这本书放在一边，然后依然故我。的确，如同许多在年初立下的目标一样，改进投资业绩的意愿往往会被埋没在更多紧迫的、但也许是次要的需求中。但那将是一个天大的浪费。本书每一页上都有大量宝贵的建议，惟一的不足在于尚未选出其中最有帮助的一些线索，以便读者汲取其中的精华。

许多投资技巧是不受时间限制的。例如，尽管杰西·利弗莫尔和本杰明·格雷厄姆金盆洗手已有20年，但至今仍为一流的投资者所推崇。既然作者有幸与本书介绍过的所有投资大师进行过长谈并研究他们的技巧，就应该总结其中一些共同特点，找出对每一个投资者都有用处的经验教训。但是，这些经验是作者个人挑选的，并不一定就是这些大师们的首选。而且，请注意，作者接下来叙述的投资实例并不意味投资建议，只是表明一种分析方法如何作用而已，目的是使读者能够改进投资业绩的一个或多个方面。我将这些经验归纳为三个方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 投资成功的秘密

在这里，作者试图抓住一些关键的观点和投资策略，用以解释为什么我们选出的这些投资大师创造了远胜于市场的业绩，并登上投资行业的高峰。但这不可能面面俱到，也不是冗长的“你要这么做”或“不能这么做”，因为投资运作的方式并非如此。作者选取的是一些重复出现的主题。只要投资者们依此行事，不要误入歧途，他们最终至少将得到一罐银子——如果不是白金的话。

本章并不是介绍其中某一位投资大师的特有风格。出于必要原因，这里所呈现的是所有这些大师个人技巧的混合体；但其中也有一些普遍的迹象，也许比预期的还要多。事实上，某些主题的重复出现将有利于人们加倍信任它们的功效。职业投资者和个人投资者都可以通过学习这些经验受益。

2. 一名成功投资经理的特点

绝大多数人既没有时间，也没有兴趣(恕我直言，也没有能力)为自己理财。投资是一项专业技能。因此，有人说，为自己的财富选择什么样的代理人至关重要。

但不幸的是，普通人由于被巧妙的推销攻势和金融媒体中毫不掩饰的社论式广告所包围，往往决定跟随一些所谓“家喻户晓”的投资中介，最后搞得非常狼狈，首尾不能相顾。大的金融机构越做越大，但“大”并不一定就是“好”。在投资领域，常常可以见到相反的情况。“大”也许意味着委员会式的管理加上中等业绩，为保住二流水平而苦苦挣扎。更糟糕的是，这些大机构会让没有经验的经理人用一只基金做试验，尽管这种基金对管理公司而言只有名义上的重要性，但对投资者而言却是极为重要的。他们还经常使用其他东西代替实际业绩。

面对诱惑，人们有时候会猛地举起双手，把所有的资金都倾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倒在一只追踪基金中。但是，一定要抵制住这种冲动。

> 当你参与任何一项投资计划时，它的业绩不会超越其管理人员的能力。

投资者完全可以花一些功夫调查一下某个或一批一流基金经理人的背景。当你参与任何一项投资计划时，最重要的一点就是不要忘记，它的业绩不会超越其管理人员的能力。作者的做法是收集和分析一些顶级经理人的背景、经验及个性特征资料，这是任何人都可以使用的测试方法，有助于选出最适合的投资机构。

3. 如何成为一名成功的投资者或一名优秀的投资经理人

如果无数的艰难困苦和可怕的前景都不能使你改变投身投资事业的志向，而且你也确实下定决心要战胜困难并超过指数，有几样事情能助你一臂之力。在这个部分，你将发现一些对有心人而言值得思考的“要做”或“不要做”的事情。但是，请不要将这些作为一张绝对的对照检查表，也不要认为这些事情可以代替可行性测试或对性格的考验。作者从未自诩为研究行为心理学的专家，只是深知尽管投资者的行为方式是投资分析中的一项重要因素——的确，没有任何一种固定的人格能够确保投资成功——但我同时相信人的行为中的确存在一些可以识别的线索，它们是有利于成功的正面因素而不是负面因素。我也确信，某些投资准备工作的确比另一些更有帮助。

总之，成为投资大师的秘诀在于心理和分析方法的混合，最后还包括一些“土法上马”的成分。其中有一些方法可以单独运用，但在绝大多数情况下，单个方法的可行性终究是有限的。你必须将各种概念和工具综合使用，因为博采众长和随机应变才是正确的投资之道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资成功的秘密

1. 站在商人而不是投资者的角度看问题

就投资而言，任何一种方法的效力都是有限的。考查一种有价证券的价值，无论它是一只政府股还是一家公司的普通股，都不应只看会计报表中的一个项目；关键在于估计整个实体的价值。在得出结果后，再想一想：每股价值多少？

比起核对《金融时报》的股票收益栏目，这种做法是一项非常费时的工作；但它却是最优秀的职业投资者们要求自己在买进股票前必须做好的一门功课。

你在《巅峰投资家》当中不会发现有许多地方提及“市盈率”。你经常看到的是“优先利润率”、“现金流”、“可持续利润”、“一名商人的眼光”以及其他思路相近的词语。这些词语代表了什么？简言之，就是关注利息、税收、折旧及摊销前的盈余(EBITDA)——它有时也称为企业价值——并算出一个相应的数据。

EBITDA 提供了一家企业运营中产生的全部现金流量的近似值。如果这个数字为负，你就遇到了问题。书中提到的投资大师们尽管总是集中关注股票动向，但总是以不同的形式回到这种计算方法上，就像信鸽总会自动返回栖息地一样。EBITDA 是最不易受财会矛盾或管理操纵影响的一种计算方法。

在应用 EBITDA 时，需要投资者发挥个人技巧。一般的做法是在同一个产业部门、同一国家或不同国家中观察可比公司，然后根据影响固有价值的财务杠杆或增长等因素对 EBITDA 数值进行调整。公司财务杠杆越高，估价就应越低；相反，如果另一家公司资本结构相似，但能够取得更大的 EBITDA 增长，其价值一定会超过行业平均值。这里没有任何非常规的做法，也说明常识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在估价过程能够发挥作用。

当你考察一家拥有多种业务的公司时，上述分析方法经常可以有更多的用处。而且，对于一家典型的产业集团，这的确是推算出整体价值的惟一合理方法。

这样，你就完成了第一步。但这个分析方法当中还有另一个方面需要考虑：谁有可能购买这家公司，他们能从中得到什么，以及他们在购买时将出多少价钱？当然，这一分析结果仅是理论上的最大值，并不应当作目标价格，而仅应作为最终交易的指导；然而，也有一些时刻，价格会偏离这个水平，完全脱离现实。

最后一步很简单，就是将你的估价与当前市场价格相比，看出这种估价方法导致的差价水平。这里有一个警告：即使你把所有的分析都做对了，但如果市场上绝大多数人不同意你的看法，你仍有可能是错的；而后者常常是时机选择的问题。无论如何，EBTIDA 估价法迟早会得到承认。阿米蒂奇、利希特、麦克莱恩、蒙克里夫和陶布都将它作为评估一只股票公平价值的非常重要的方法。如果这一方法目前还不在你的分析手段工具箱内，现在就将它收进来吧。

2. 比较购买有利于做成最好的交易

在这里所要说明的是，你不能孤立地看待投资。我这是在进一步阐述上文提及的一个主题。特别要指出的是，目前一些国家的内部股票和债券市场已不像以前那样各自为政。比如，日益世故的固定资产投资者们会在一家西班牙比塞塔股票发行者和一家以墨西哥比索名义提供某种证券的公司之间进行风险和收益情况比较，并在全球范围内寻找利用市场操作漏洞获利的机会。在付出一定代价的前提下，可以运用更具想像力的综合投资方式进行货币套利。如果一个电脑产品销售商在美国的市盈率达到 22 倍，但在葡萄牙却只有 11 倍，这是否如实反映了两个不同市场间相对潜力的差异呢？或者是因为葡萄牙人太保守，美国人太富于侵略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性？

运用比较购买理念的另一个方法是在一个国家找到看来好像会在另一国出现的趋势。投资者如果能理解一种新技术、一种新的零售理念甚至一个新品牌在某个环境中大获成功的原因，以及这种趋势将如何转移到别处去，就能获得巨大的优势。尼尔斯·陶布就是精于此道的人，我们在前一章中谈到过几个这样的例子。你还会发现，霍华德·弗莱特在选择投资时也有一种类似的哲学在起作用；彼得·埃弗雷顿在某个市场水平上设置其优先国家权重时或蒙克里夫挑选他“不完美的一对”投资时，都有类似的情况发生。

3. 投资者并非交易商

投资者和交易商的思维模式存在根本性的区别。交易和投资显然是两项单独的活动，但所有的投资者在获得利润方面必须像交易商一样做，他们在购买和出售股票时也是这样。

微妙之处在于，投资者不应被诱入交易过于频繁的陷阱中，而只有在绝对需要时才进行交易。从你的经纪人开始，许多力量都在推动交易，因为如果你不交易，他就拿不到佣金。准备买卖未上市股票的经纪人也是如此。事实上，向投资者提供支持性服务的各色人等都是这样。一些市场上流行的口号也在鼓动交易，尽管其中有些在某个环境下是有用的，但所有这些口号似乎都在强调频繁交易的必要性，比如“及早减少损失”、“拿走你的利润”、“时刻准备好用更好的东西替换一项持有资产”。

长期在市场上赚大钱的人并不经常交易。35%的转手率意味着一项投资的平均持有期为三年，这已经接近于转手最快的极限。交易是要花钱的。当你增加佣金时，印花税以及买入价和卖出价的差额都会给投资者制造障碍。如果一年更换一次投资组合，年成本将高达4%左右，对于流动证券而言，这个数字在实际上已经很高了，将成为获得收入的巨大障碍。你每做一件交易就等于为指数追踪基金提供了一个支持性论据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 长期在市场上赚大钱的人并不经常交易。

最后，我们要谈到几乎天生固有的行为冲动。对任何投资者而言，最难的事情之一就是耐心持有。诚然，没有人喜欢“死钱”，因此有时候需要采取行动减少损失，或者出售一只静止不动的股票。但在做出这样的决定前，要好好想一想。付诸行动会使你在短时间内感觉改善，而且能够向别人宣告你做成某件事，也能得到某种满足感。但是，没有人能保证，从长期来看，你的财务状况会变得更好。“交易前三思而行”这句话应该印在每一张股权证上，或写在每一个电脑键盘上。

书中这些伟大的投资经理人都有一个共同特点，那就是他们平均持有股票的时间比平庸的经理人要长得多。对他们来说，持有时间为四、五年是很平常的。他们的投资组合中甚至有持有时间长达20多年的资产。许多持有时间很短的股票并非是被他们卖掉，而是由于收购而被别人买走。看一看博尔顿、哈特和莫尔等人的投资组合，你将发现其中有一些老面孔在那里呆了很长很长的时间。甚至在货币市场上，也难以发现狂热交易的情况，一个交易周期一般要经历数年才能完成。

如果算上成本，用许多投资工具进行交易无疑是一场零和游戏。有时候交易起来惊心动魄，仿佛与狼共舞。人人都指望迅速得到满足，但谁又是傻瓜？绝大多数人进行投资，是因为他们有一些长期目标，比如支付子女学费、购买房屋或退休后养老。如果你的投资目标是长期的，就应该在着眼于长远的基础上管理你的投资组合。

不要相信一些急功近利的投资格言，比如“抛售绩优股”、“逐渐减持廉价股票”、“不要急于用一只熟悉的股票交换另一只不太熟悉的股票”。在书中的投资大师中，科林·麦克莱恩在处理这一问题时做得最好。我必须再次强调：每个投资者都必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易。但在放弃绩差股、努力寻找新机会的同时，花时间反思自身历史的人绝大多数都会同意，如果他们少交易一些，就可以做得更好。

4. 勇于下大赌注

最优秀的投资者会毫不犹豫地持有上市公司的大额股份。这是一条普遍真理，因为除了可能的流动性风险，人们肯定希望好东西多多益善。

让我们回顾几个例子：莱昂纳德·利希特是这方面的大师，本书介绍过他持有的一些大头寸；科林·麦克莱恩在他绝大多数基金中都持有一些很大的头寸；安东尼·博尔顿的投资组合非常集中；理查德·休斯也是如此。书中提到的绝大多数投资大师在他们的股票投资组合中都体现了极高的集中性。这是由于他们坚信自己的判断并有自己的关注点。没有人能成为整个市场的主宰，这些大师都只是某一特殊领域中最优秀的人。关键在于选择自己的地盘，并确保把时间花在最有用的地方，比如少数几只股票身上。

集中投资也会有例外，有时候也需要逆向思维。风险分散一度是最时兴的投资法则；但当代的一些理论家认为，如果投资组合中有 12 项持有资产，就足以分散股市系统风险的 90% 以上。阿米蒂奇和蒙克里夫经过深思熟虑，克服了集中与分散的矛盾，能够在下赌注的同时做到使互不相关的投资组合保持平衡。在债券市场中，关于集中与分散的选择更为复杂。

总的来说，如果你有一个集中的投资组合，赚钱会比较容易一些。对绝大多数人而言，八、九只股票就足以减少个股带来的系统风险。但如果再进一步分散投资以降低风险，与误入歧途的危险相比，结果可能得不偿失。甚至职业投资者也难以跟踪他们投资组合中的所有动向。对一个每周只能花几小时用于投资的个人而言，这几乎是不可能的。因此，不要把网撒得太大。

在结束这个部分的时候，应该重温一下伟大的投资家华伦·巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特那句充满智慧的名言："分散投资只是为了防御无知。"巴菲特就是在少数几个篮子里放进了许多鸡蛋。

巴菲特就是在少数几个篮子里放进了许多鸡蛋。

(5)管理人员的个性并不只是重要，简直至关重要

这好像不是一个人们在谈论管理质量时所期望的话题。通常，上市公司的管理人员必须具备以下的品质："具有业内经验"、"拥有突出的学术资格和良好的简历"或者"能够宣传目标并激励员工"。当然，所有这些都是优点。但有些意外的是，在管理人员素质的问题上，书中这些投资大师强调的重点在很大程度上在于别的方面：诚实、正直及个人的承诺。

科林·麦克莱恩对这个主题阐述得最为清楚，也最有说服力。其他几位大师也持有类似观点。他们认为，管理人员和股东的利益需要联成一体，管理人员在获得报酬时尤其要注意这一点。管理人员的报酬结构应向股票回报倾斜。投资者需要从相对和绝对的角度考察以下情况：与上市公司管理人员获取的回报相比，他们对公司的投入是多少，或者是否至少保持原来的投入水平。和股东一样，管理人员持有本公司的股票是没有上限的。但是，如果一名报酬很高的管理人员在创造本公司财富的过程只承担很小的风险，就可能是个不祥之兆。一句话，关键在于管理人员与股东是否目标一致。

上市公司内部铺张浪费的生活作风更有可能是管理人员对自己的慷慨，而不是对股东的奖励。如果上市公司拥有专机，办公室里铺着厚达三英寸的红地毯，这就不是一般的问题了。利希特对这个问题的看法和麦克莱恩一样。休斯从另一个角度看待这件事，他把这类行为特征看作是潜在投资机遇的信号，因为这样的公司将遇到麻烦，被迫重组或使其股东损失了许多原始投资，从而制造出复苏投资的机会。不幸的是，拥有私人豪华别墅和举办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私人晚会等最严重的管理人员腐败行为很难被发现，因为这类开支很容易被公司预算所掩盖；但奢侈浪费的风气却总是能够暴露出来的。个人生活中的铺张作风会很容易被带进办公室，而管理人员过度膨胀的生活方式往往导致公司股价缩水。埃弗雷顿指出，许多管理人员将公司看作是自己的私人领地，这是一个全球性的问题。投资者应该避开这类公司的股票及任何债务工具。



过度膨胀的生活方式往往导致公司股价缩水。



总之，投资者一定要让上市公司管理人员回答这个问题：“你是否把股东置于首位？”因此，阿米蒂奇竭力避开那些“胡乱处置股东股票的管理人员”。这是对管理人员一项关键的测试，同时延伸到以下这个问题：“把企业做大或在股票中创造价值，哪一样更重要？”这两个目标并不互相排斥，但它们可能经常会发生冲突。企业管理者奉行过激的收购政策并不是好兆头，尤其是当他们用空头支票为收购计划融资的时候。如果股东们不断被要求拿出更多的钱，就很难从一项投资上取得好的回报。阿米蒂奇同时也担心，企业销售的大幅增长常常会导致管理人员工资的提高，而不是股价的上涨。

弗莱特对政府政策有着类似的担心。他认为，和公司管理人员不顾及股东利益一样，一个国家如果不顾及广大投资者的利益，任意放松货币政策，就可能导致货币贬值并破坏债券价值。和股票一样，货币和债券等固定收入投资工具会因为发行过多而无法实现价值，它们的息率也会因此缩水。埃弗雷顿则像一般投资者以管理者的“道德流动性周期”为标准选择上市公司一样选择所要投资的国家。

蒙克里夫从封闭式基金的角度看待这个问题。他担心，如果基金董事会与管理者关系暧昧，将损害投资者的财富利益。在这种情况下，封闭式基金贴现率再高，基金经理也仍旧会不断向投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者收费，而董事们则对此视而不见。

投资者们需要清醒地认识到这些问题，并不断寻找优秀的上市公司管理人员。这是马虎不得的事情。关键在于这些管理者个人是否有很大资本与股东一起承受风险，或者是否主要通过股票增值而不是靠收取佣金赚钱。这样，投资者才能找到动机正确的管理者。

威尔士亲王的事例已经证明了这种以人为本的投资哲学可以在各个层次上予以实施，而且作用巨大。选对管理者对于大公司而言是有很大利害关系的事，对于小公司而言则是生死存亡的大事。在投资于新兴企业时，没有什么能够替代管理者的素质作为筛选标准。因为创业者就等于他的公司。亲王青年商业信托在作出投资决策时尤其强调这一点。

6. 无处可以浪漫

“股市上没有爱情故事”，这是迈克尔·莫尔的名言。的确，没有比迷恋上一项投资再容易的事了。曾几何时，有人曾以平价买下朝鲜债券，波利·佩克公司的股票也一度价值很高。许多光彩夺目的概念可以成为投资诱惑。但是，即使是一些过去业绩很好的股票也可能会失去光彩。20 世纪 70 年代的大公司到现在还有多少仍在呢？

处理一项老的投资就好比把一条病得很重的狗带到兽医那里去，设法让它安息。一项行将就木的投资是一种负担，不值得为之牵肠挂肚。投资者们必须密切关注所持股票的动向，如果股票的发展开始偏离轨道，或者其推动因素发生变化，再或者做出初次购买决定时的基本依据改变了，就应该减持。在这方面，理查德·休斯的投资风格堪称典范。一旦一只复苏型股票已经复苏，它就应该被出售。无论它表现多好，或者有在未来继续增长(如果不是戏剧性增长)的前景，投资者也应当机立断予以处理。

7. 空壳公司也有价值

在这方面，英国的情况多少有些特殊。但是，无论在哪里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遭受重创的公司也有可能是美丽的。在这里，你要寻找的是一家收缩到几乎看不见的地步的小公司，它完全被市场遗忘，但仍可能东山再起。莱昂纳德就是沿着这条路线制造机遇的，而理查德·休斯则使用这种战术取得了难以置信的成功。

第二条路就是寻找一个空壳公司，引进新鲜血液，改变它的业务和评级。如果扬·高里－史密斯、卢克·约翰逊、鲍勃·莫顿或奈杰尔·雷突然出现在某家公司的股东登记处时，很快将会有一些事情发生，而有头脑的投资者将能预期到激动人心的股价高涨。甚至安东尼·博尔顿和尼尔斯·陶布这样拥有超级投资组合的大师也无法忽视优质空壳公司的赚钱潜力。科林·麦克莱恩和佩尔格林·蒙克里夫将这个策略扩展到空壳投资信托领域，它们一旦获得新生，便能够向股东提供与任何一家普通公司一样的利润。

空壳公司在美国是家常便饭，但它们的名誉从总体来说不太能吊人胃口。迄今为止，除了英国，其他市场好像还没有在开发空壳公司方面取得过成功，只要看看斯堪的纳维亚的小盘股市场或法国二板市场就知道。但是，如果一家空壳企业基本素质良好，而且管理者具有创业精神，无论它属于哪个国家都是一件很好的买卖。

不管有无根据，反正有人传说一些国家在决定使用七位数电话号码前，曾经做过无数的心理研究。结论好像是说，7 是人脑能够易于储存并提取的最大数字。我也已讲到第七点了，那就让我们轻松一下，在到达这个极限后驻足吧。让我再重复一遍以前发出过的警告：这个部分的内容并非百无一漏，也不是《巅峰投资家》中所有有用的投资思想的概括。我只是从中节选了 7 种策略，它们经常会出现，而且成效很好。而且，如果明智地加以利用，将来仍将被证明是有用的。下一部分包括了更为量化的分析，还有一些自我反省的成分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一名成功投资经理的特点

1. 早早开始赚钱

这些投资大师们孩提时代的经验非常简单，可以很轻易地被任何望子成龙的父母仿效。如果你们家的小皇帝或小公主显示出对某种赚钱游戏的兴趣，那么就应给予他们所有的鼓励。如果你的孩子想做一件生意，不管它有多小，都有可能帮助他日后成为超级投资家。

集邮是一种非常好的投资启蒙，莱昂纳德·利希特便是在这个领域初试身手的。对于孩子来说，提供园艺劳动和洗车服务都可以取得良好的资本回报。几乎所有的收藏爱好都能培养出一种早期的投资感觉，收集卡片和硬币是其中最明显的例子，迈克尔·莫尔用这些东西做物物交换很成功。霍华德·弗莱特靠收割豆瓣菜赚钱，彼得·埃弗雷顿还在上学时就开始经营一项批发生意。其他人甚至有更有趣的例子，但我应他们的要求不将其公之于众!

这种经营小生意中的成功可以提供严肃看待投资行业的动力，并给予初露头角的企业家们以信心。这正是威尔士亲王谈到正确人格时所寻找的一种标志特征。实际训练是不可替代的，即使规模很小。享受利润或当所涉及的风险还很有限时就明白损失将会造成多大痛苦，将会对日后的发展有很大帮助，尤其是当管理的资金数目大得惊人或投资决策将产生深远影响时。

作者本人小时候对什么事都想尝试。我当时发现摆摊卖蔬菜非常有吸引力，尤其是如果不费任何成本就得到一批菜并将它卖给邻居的话(没有分配、销售和营销成本)。当我还在上学的时候，已将收集硬币和邮票作为获取收入和资本增值的来源。收集并交易收藏品会使孩子理解价格机制并培养出一种发现别人错误的能力，从纯投资的角度说，也就是确认市场估价的操作漏洞。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再说说小孩的零用钱。小孩口袋里没钱可能会成为他设法赚钱的动力。除非父母给的一笔钱专用来购买某种产品(购买一套化学设备)，或者专供储蓄，一位慷慨的父亲或母亲可能会在不经意中剥夺孩子赚钱的动力。给孩子一大堆零用钱可能不是件好事。

2. 管理投资较晚

书中提到的绝大多数投资大师都是直到在伦敦金融城磨炼了相当长的一段时间后，才获准为别人理财的。因此，当他们初次为客户管理投资时，就已经非常了解市场机制，并已从多年的观察和直接参与中培养出一种价值感。在被调到海外和殖民地投资信托的投资部门前，迈克尔·哈特已经在这个机构中工作了16年，他经历了很长的一段学徒期；迈克尔·莫尔在得到制订投资决策的真正权力前，在14年中扮演了各种辅助角色。但这种经理人实习时间的长度在20世纪80年代中期以前并不少见。莱昂纳德·利希特在获准接触他的第一个客户投资组合前，在沃伯格公司工作了近6年，此前他只是从其他经纪人的桌上讨点剩饭吃而已。

也许这其中的道理(如果可以被称为道理的话)就是，投资和其他行业没有什么不同。经验很重要，如果在开始工作前就理解将要做的一切，那就比边做边学的人胜出一筹。事实上，20世纪60和70年代并不存在目前对经理人的制度化训练，但这并不能抹煞经验的价值。间接地接触和学习要求未来的投资经理具有更为敏锐的触觉，以及从五花八门的观点里面筛选出好建议的能力。因此，从某种意义上说，在这种条件下能够奋斗到事业顶层的人更有可能在投资场上获得成功。

3. 工商管理硕士不吃香

即使你没有在剑桥拿过第一，甚至根本就没有上过剑桥，也大可不必为此担心。书中的投资大师当中只有两个人走的是这条路。学术成果和投资成功之间并没有绝对的关联，英国绝大多数投资大师在学历方面都不合格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这并不是说如今的大学或学校不能提供任何对未来投资经理具有实际价值的东西，但绝大多数投资经理都没有受过专业教育。也就是说，还没有人能证明，任何一种正式的学历，如工商管理硕士，能够使投资经理的业绩变得不同。也尚未有人能够提出一个令人信服的例子，表明精通外语或经典著作就能使投资业绩更好。

这里传递出的信息就是，普遍意义上的教育或者任何特种教育，本身都不能决定一名经理人是否能够做得好。将资金委托给一名毕业于牛津大学的经理人管理，也许会让你觉得比交给一个曾经整晚上夜校以求获得公司秘书资格的人要强得多，但实际上这样也许使你的财运变糟，尤其是当这个公司秘书是迈克尔·哈特这类人的时候。同样的，如果美国的“胡子镇”女士投资俱乐部能够战胜平均业绩水平，谁又能说英国巴斯公司的一群退休员工如果没有一个人拥有学士学位，便不能汇集他们的经验和专长做成一项更好的生意呢？一个人，只要拥有创业的动力、雄心、信用以及好学的精神，完全能够补偿任何别人眼中的学历不足。对此，还有比亲王青年商业信托中的成功故事更有力的证据吗？

如果你感到需要进一步确认上述观点，就让我们看一看书中投资大师们的学历背景。我们看到的是什么？拥有正式学历的人稍过一半，仅比没有学历的人多一点。研究生学历就更为稀少了。霍华德·弗莱特是我们提到的这些投资大师中惟一持有工商管理硕士学位的人。

- 约翰·阿米蒂奇　历史专业毕业
- 彼得·埃弗雷顿　航空工程师
- 莱昂纳德·利希特　没上大学，16岁直接进入伦敦金融城
- 迈克尔·莫尔　没上大学，17岁直接进入伦敦金融城

显然，这不是一个值得炫耀的学历列表，其中惟一的亮点就是他们对理财的兴趣。从另一个方面说，我相信没有一家公司在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择见习人员时会采取以学历作为筛选标准。

4. 不要一条路走到死

对于成功的投资者来说，只要第一份工作是在广义上的投资行业中，具体从哪里起步好像并不重要。无论第一个职位是在公司内部，还是公司附属企业中，都不是问题。

- 安东尼·博尔顿开始是在凯泽·厄尔曼银行当实习生。这个银行一度声名显赫，但自 20 年代 70 年代中期就销声匿迹了。
- 迈克尔·莫尔的第一份工作是在 GIT 公司当信使。如今只有研究投资史上零碎事件的怪人才会熟悉这个公司的名字。
- 莱昂纳德·利希特从沃伯格公司起步，但最初是一名填写电报卡片的职员。
- 迈克尔·哈特第一份真正的工作是在公司秘书办公室里从事这个职业中等级最低的工作。
- 理查德·休斯职业生涯开始时是在德比郡议会当一名实习会计。尽管他的第一份全职工作是在养老金管理部门中，但离伦敦金融城很遥远，甚至不涉及任何与投资有关的边缘性工作。

随着金融服务行业结构的转变，对专业化的要求日益提高，这也许意味着希望未来从事投资管理职业的人将要走一条更严格的道路。然而，我还是认为，20 年后投资界的名人目前正在一些不知名的岗位上苦苦工作，也许还没有转移到能够管理投资的职业上。诚然，由天才的业余爱好者称雄投资场的年代的确正在让位于分析师主导的时代。但在投资场上，对于有创见的头脑，仍有发展的空间，而对这种人才的需求正日益强烈。一流的投资业绩从来不会产生于普遍的智慧中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. **持之以恒是美德**

在这些投资大师的绝大部分职业生涯中，他们的名字都仅和一只基金或一家机构紧密相连。你可以反驳说，这些例子不尽全面；但是，本书选录投资大师的标准之一就是他要能保持超过十年的一流业绩纪录，这是绝对真实的。此外，问题的关键并不在于从业时间有多长，而是在于稳定性。

- 迈克尔·莫尔在海外和殖民地投资信托中干了 26 年
- 尼尔斯·陶布经营圣詹姆斯宫大欧洲进步信托长达 26 年
- 莱昂纳德·利希特为水星基金的客户服务了 24 年
- 迈克尔·莫尔在银行家基金中工作了 20 年
- 约翰·阿米蒂奇只有 14 年的经营史，但其中 12 年是在摩根·格林费尔银行工作，而且一直关注欧洲市场
- 理查德·休斯从在 M&G 基金管理公司工作的第一天起，就几乎一直在为复苏基金工作

在这些投资大师当中，有很大比例的一部分人从未频繁移动岗位。他们坚守一个岗位并扩大客户基础，不断在工作环境中得到支持并应用他们的投资哲学。稳定的价值和经理人职业的稳定性对个人投资者很重要，因为他们希望将资金托付给可靠的人，而用不着担心今天能够看到的东西明天是否能够得到。

我想直接用从一位投资大师口中说出的、关于个人技巧的名言来结束这个部分。这个人就是彼得·埃弗雷顿。

“成功的经理人必须聪明，擅长量化分析，并对事物的发展有逻辑性的理解。决断力和从广泛的阅读材料中摘取或提取关键问题的能力也很重要。其中，决断力是最重要的。在很大程度上，一名优秀经理人和一名低劣经理人的区别并非在于决策质量的优劣，而是在于是否



犹豫不决是绝大多数经理人失败的原因。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遇事犹豫不决，而这正是绝大多数经理人失败的原因。”

一名成功的投资者

本章绝大部分篇幅都在观察分析20世纪90年代投资行业中一些最优秀的人物，从中找到最普遍的共同特征。在即将结束这一章节之际，我想换个轻松点的话题，为真正的或将来的投资者提供一些有用的提示。

1. 如果一项投资做失败了，不要灰心

这句话听起来似乎很蠢，但并非如此，因为犯错误是人之常情。绝大多数人在赔钱的时候都会很沮丧，即使数目很小也是如此，其中情绪变化程度远甚于赚钱之后那种海阔天空为之一振的感觉。甚至在收入大大超过损失时，这种不平衡心态也确实存在。人在心理上好像有某种痛苦与收益的比率，而在投资界中，这个比率明显倾向于痛苦。往往几千英镑的收益才能抵消损失250英镑造成的痛苦。

在理性的基础上，这种心理变化毫无意义；但经验主义显示，这种不对称的反应是常事。经验同时表明，绝大多数人在绝大多数时间内在绝大多数投资上赔钱，但当他们的确赚到钱的时候，从成功投资中得到的利润将会是两三项投资失败总损失的好几倍。两种简单的解释就可以解开这个迷：你的损失永远不可能超过100%（除非你没有作空头避险），但从理论上说，利润的潜力没有止境；而且绝大多数人在赔光本钱之前都会设法减少损失。

令人鼓舞的是，书中绝大多数投资大师认为他们至少有40%的投资会赔钱。我并不是说赔钱是一个好的投资模型，但为了不受各种五花八门的民间观念的影响，请允许我强调一下，准备赔钱并从错误中吸取教训是极为重要的。仅因为根据老经验获得了一次好成绩，并不能说明，本书介绍的这些久经考验的投资理念

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在加以妥善利用后就不能取得更好的结果。有心加以采用这些投资理念，耐心的投资者必将获得优厚回报。

我不能确定是否应该全盘赞成迈克尔·莫尔的观点："初次投资赔钱是最好的"。但他说得有道理。投资是一项严肃的生意，你可以从中得到享受，也应该得到乐趣，但轻视它的后果将可能对你的资产平衡产生破坏性的影响。初次的小小损失有助于以极小代价认识到这个道理，而且能够促使根深蒂固的赌徒们给予投资活动更多的尊重。他们能从这一经验中学到东西。大家可以学一学莫尔、休斯和博尔顿的做法。如果你在遇到损失后感到沮丧，就用这样的想法安慰自己：我的投资对象是一家非常好的公司。

如果读者还不能理解这个道理，我再重申一下：绝大多数人会经常赔钱，但只要你控制损失，得到的将远远大于损失。只要你能退后一步，不让自己陷入一赔钱就懊恼不已的心理误区，而是关注中期投资组合的整体进展，你将不断地改善感觉，并能处于有利位置利用那些仅因时机不对便对市场感到失望的人犯下的愚蠢错误。

绝大多数人会经常赔钱。但只要你控制损失，得到的将远远大于损失。

2. 倾听、倾听、再倾听

许多认为自己善于提出问题，一些人更是此以为职业。一名优秀政治家比任何其他职业的人都更懂得如何提问，但这是否能使他成为一名好的投资者——或者因此在某方面所有专长呢?

"如果我的投资生涯有什么特点的话，那就是我善于倾听。"(迈克尔·莫尔)

在提问和倾听的等式中，经常被忽视和表现不好的一方是倾听。如果信息是投资行业的生命线，那么一个善于倾听的人自然要比不善于倾听的人多拥有一份内在优势。要做到认真倾听很不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

容易，当你高谈阔论时，这几乎是不可能的。这就意味着要培养出一种简短但切中要害的提问方法，而期望得到长久和有深度的答案。在一次交谈当中，如果对方说的超过一半，你就得到了一份额外收获，可以为机灵的投资者增加优势。在本书介绍的投资大师当中，约翰·阿米蒂奇根据上述理念与上市公司进行交流互动，威尔士亲王则是世界上最伟大的倾听者之一。

3. 懂得如何筛选

律师在这方面有长处。他们花费大量时间在数百万毫无意义的词语中搜索，以找到支持一种法律观点的字眼，这甚至可以导致案件中控辩角色的互换。

如今的投资者要面对大量过剩的数据，这就更需要史无前例地集中关注。合成信息的技巧和去除无关之物、得到关键事实的能力，将带来额外好处。目前因特网上各种材料的充斥仅是一种长期发展趋势的开端，但数据量的多少与投资决定的优劣并不相关。

我们接触的绝大多数信息是无用的。我在书中所有这些投资明星身上注意到的同一件事就是他们集中关注信息的程度非常高。他们研究许多领域，引用大量数据，但非常迅速地剔除其中绝大多数不相关的东西。莱昂纳德·利希特是一个能在整篇文章中挑出一个关键字眼的天才。科林·麦克莱恩也展现出类似技巧。

从全球的角度来看，绝大多数投资组合都倾向于显著集中，并聚焦在一些支柱性投资上。如果一名拥有几亿资本的投资经理可以做到这一点，那么对于一名只有5万英镑的个人投资者而言，这就算不得什么巨大的挑战。

4. 购买壳牌运输贸易公司的股票

我提出这个观点并不是开玩笑，而且请明白我也不是在推荐某一种股票，任何通读《巅峰投资家》的人也许会注意到我曾数次提及这只股票。想走捷径的人不妨看一下本书的目录，如果有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哪一家公司过去20年中一直显著地出现在几名投资大师的投资组合中的话，那么就是壳牌运输贸易公司。哈特从第一天起就在海外和殖民地投资信托中持有这只股票，而且24年后的今天，这个公司仍是他最大的持有头寸；莫尔持有它超过18年，1983年，它是他最大的头寸；博尔顿持有过这只股票；陶布也是如此。

道理很简单：如果你想自己做投资而不是将你的投资组合委托给一流职业经理人，就不妨买进最佳经理人持有的股票。如果汲取了这群人的集体智慧，即使你要犯错也难。环视全球，类似的故事反复上演，投资大师们的投资组合被人广泛效仿。你会发现对某一项投资的忠实信徒不断涌现。埃弗雷顿和蒙克里夫都是菲律宾最大的啤酒公司——生力啤酒最早的买主，这并非巧合。他们都通过持有这只股票获取了许多利润。

你还可以仿效顶级实业家甚至某些金融家。在广阔的投资世界中，跟随领跑者，就可能成为第二名，从而获得丰厚的利润。(参见作者的另一本书《金融时报环境投资指南》第304页)

> 如果你想自己做投资，不妨买进最佳经理人持有的股票。

交流好的想法是投资行业活力之源。最好的投资理念往往存在于最成功的投资经理的投资组合中。由于这些经理人大多经营公共基金，因此投资者完全可以获得有关他们投资理念的信息。你可以给这些基金打个电话索要年度报告，看一看银行家信托、海外和殖民地投资信托或圣詹姆斯宫特殊形势信托的重仓股有哪些。如果在这些投资组合中找到重复出现的名字，你就很可能找到了战胜市场业绩的一项投资。

5. 自得其乐

这话我说过好几次，同时我也希望在结束本章之际说些积极的东西。如果你不能从你的投资组合中找到乐趣，那么，即使在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最佳状态下，你也已经失去了任何直接从事投资的人所能得到的一半满足感。你不妨用优秀业绩让自己获得惊喜。我母亲早已到了领取养老金的年龄，但她从未与伦敦金融城有任何关系。她为自己选了几只股票，而且从 1992 年起，她战胜了她的专业投资经理的业绩，使他年复一年、默默无闻地掩藏着自己的羞愧。她喜欢阅读她持股的公司的情况，并根据周六的《金融时报》跟踪它们的价格。我不是说，她取得了和《巅峰投资家》中介绍的人物一样的投资回报，但她用 15% 的退休储蓄做投资，自己做得很不错，而且通过操纵她微小的投资组合获得了乐趣。

在与约翰·阿米蒂奇、彼得·埃弗雷顿、佩里格林·蒙克里夫、威尔士亲王或书中任何一名其他投资大师交谈时，你都可以看出，他们在工作中自得其乐。他们做得这么好，是因为他们在做自己高兴做的事情，还是因为他们自己很优秀，便自得其乐？我还是把这个问题留给聪明人来回答吧。我认为，如果你以正确的思维方式从事投资活动，并只在输得起的情况下承担资本风险，你将会成为一名更好的投资者。如果不想给自己太多压力，那么就从一个较低的目标开始，通过投资得到快乐。我相信，如果你这样做，坚持下去，就一定能得到快乐以及高额的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 A

未来十年的投资明星

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了登上投资行业的顶峰，需要拥有持续性、一致性、耐心以及些许天赋。很少有人能做到这一点，但一旦处于这个位置，回首过去就比较容易了。对广大投资者而言，很容易就能辨认出那些早已通过多年获得超额回报显示出其英雄本色的投资经理人。有关的历史资料从来都不缺乏，而选出胜者和输家只是一个简单的数字统计而已。

然而，要预测出谁将成为下一代最具天赋的投资职业人士则是一件略显微妙的事情。的确，如果我们想在未来使我们的投资收益良好，这方面的信息极其重要。要预测谁是明天的投资冠军，最大的问题在于：一时间十分突出的投资经理也许比小心谨慎的同行更容易成为一颗转瞬即逝的流星。要积累良好的业绩纪录是要花费时间的。那些将会在2006年的十年业绩表上位列榜首的年轻经理人今天很可能尚未留下什么深刻的足迹。那么，普通投资者如何找到未来的投资大师呢？

其实，对于这个问题，最好的解答方法莫于过问一问那些已经功成名就的人。我们为此对书中的投资大师进行了调查，要求他们说出，在他们眼中，到1996年为止，37周岁以下的英国人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当中，哪些人具有在投资之路上步其后尘的潜力。我们也采访了许多专门关注投资人才的基金经理，并将他们的推荐人选纳入我们的考虑之中。

我们以字母顺序排列调查结果，以避免被误认为更优先倾向于某人。我们现在能够说的就是通过被收录进这个表格，这些人已经取得了一名投资经理所能得到的最高荣誉——受到他们所从事行业中最好和最有知识的实践者的肯定。这是一群值得关注的人，他们当中的某些人注定要成为明天的博尔顿或陶布。

在这些人当中，被不止一名投资大师提及的两位经理是帕特里克·哈林顿和尼尔·伍德福德。为了证明我们的选择不带有评选小组成员的个人色彩，需要说明的是，惟一两次入选该表的机构——水星资产管理公司与投票者没有任何关系。为进一步表明评

姓名	公司	专长
迈克·鲍尔弗	爱丁堡基金经理	远东
罗德·伯基特	怡富/标普	日本
安德鲁·克罗斯利	景顺	小公司
马克·埃文斯	蒙彼利埃资产管理公司	新兴市场债务
威廉·加尼特	亨德森	日本，尤其是小公司
帕特里克·哈林顿	M&G	高收入
斯科特·米奇	针线街资产管理公司	收入
布莱德利·米切尔	商业联合保险公司	小公司
斯图亚特·米切尔	摩根·格伦费尔银行	欧洲证券
克里斯·普瓦勒	水星资产管理公司	英国证券
约翰·里查德	水星资产管理公司	英国证券
史蒂夫·拉塞尔	加拿大永明人寿保险	英国小公司
戴维·夏皮罗	大学养老金服务社	小公司
约翰·斯托普福德	健辉公司	全球证券
巴丁·泰勒	巴林资产管理公司	新兴欧洲证券
尼尔·伍德福德	永久公司	高收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选的公正性，我想补充一句，表中只有一个人是由所在公司推荐的。

有一个有趣的现象需要指出，那就是小企业投资专家在表中占优势。在市场低端选股需要很高的技巧，而在小公司领域中，经理人优劣的区分更为明显。而且，一般说来，从长期看小公司股票的业绩总会战胜市场。因此，有这么多年轻的优秀经理人投身于个人投资者极感兴趣的小公司领域，不失为一件好事。

亚洲是未来投资者的舞台。年轻的英国经理人已在这一地区取得了很好的成绩。这个地区是非常重要的一个金融市场，而且将会变得更加重要。从长期看，亚洲新兴市场对于投资者具有积极意义，因此从表中看到一些年轻的优秀经理投身于这个市场也是一个好现象。

表中还有几位是收入型投资经理人，体现了我们的评选十分平衡。对于那些更希望将现有收入最大化的中老年读者，这应该更有其特殊意义。

当我们2006年修订《巅峰投资家》时，就会看到表中哪些人会成为他们所在行业中的佼佼者。我无法对其中某一个人做出预测，但我深信，表中必有一些名字在十年后会取得整个行业的承认。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 B

投资大师推荐读物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有献身精神的职业投资者常年陷入工作当中，一年当中拿不出几个小时来看书。对他们来说，生命其实就是由投资年报和分析材料组成的连篇累牍之物，也许还包括每天挤出一点时间来阅读《金融时报》、《投资者纪事》及其他金融报刊。当他们确实付出了上述努力并超过最低标准的话，就需要拿出一些他们最珍贵和最短暂的商品——时间，去读一些经典之作。

如果上述情况对于每个普通的基金经理人而言都是事实的话，那么它对于书中介绍的投资大师们则更是如此。向人们推荐一本他们认为值得一读的著作的确是一件大好事。这些书最为活生生地反映出影响投资行业的变化和发展，也是这些投资大师认为最有助于提高投资业绩的最佳方法和思想源泉。我们要求他们向个人投资者推荐一些书籍。

获得大师们好评最多就是本·格雷厄姆所著的有“股市圣经”之称的《聪明的投资者》。有意思的是，这也是华伦·巴菲特推荐过的一本书。他强调其中第 8 章和第 20 章。《聪明的投资者》(*The Intelligent Investor*)被普遍认为是关于价值投资的定义性文本。它被彼得·康迪尔这样的投资宗师及特威迪－布朗宁公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

誉为激发灵感之作。它在方法论上是正统主义的，对于今天的选股者而言也许有些过于纯粹，但遵照书中勾画出的方法行事，甚至在它第一版印刷 50 年后的今天，也仍然能够催生出成功故事。它表明，最好的投资建议是不受时间限制的。对于如今市盈率估值法盛行的时代，格雷厄姆发出的谨慎言语不啻是一股清新之风。

一些大师非常客气，给予拙著《金融时报环球投资指南》不少肯定。长达近 750 页、取材于 140 多位顶级投资实践者的《金融时报环球投资指南》是现存最全面的一本投资著作。其中涉及的内容包括所有主要资产类别和地理市场的总体论述，直至有关分析工具及如何利用全球趋势发现有利可图的投资题材的解释。提供素材者包括罗恩·布赖尔利爵士、马克·费伯博士、马里奥·加贝利、尼古拉斯·奈特、尼尔·麦金农、迈克尔·普赖斯、史蒂芬·罗奇、特里·史密斯、约翰·坦普雷顿爵士和约翰·特雷恩。这是每一名严肃投资者的必读之书。

其他推荐读物被列在下文中，每一本书都附有对其主要成果的评价。由于你已经购买了《巅峰投资家》，完全可以对应受称赞的其他书籍提出表扬！这些书比较有趣的一点就是强调经济史及市场行为，而不像格雷厄姆和特里·史密斯的作品那样提供分析。众所周知，使个人投资者得到有用的见解以改善投资业绩的最佳或者惟一途径就是阅读由最成功的职业投资家所撰写的著作或是介绍他们的书籍。有人也许认为这是循环推理，但这些大师的观点验证了我撰写此书的前提。他们推荐的读物如下：

《成长会计学》——特里·史密斯（*Accounting for Growth*, by Terry Smith）

被称为“他们试图禁止发行的书”。没有其他一本关于会计学的书能引起如此大的争议。史密斯的这本著作揭露了一些公司如何利用会计规则保留不合格审计手段，同时修改上报利润数字的做法。他对这种不良风气进行了咒骂式的指控。这看来也许非常书生气，但却非常真实。史密斯使投资者懂得，如果正确分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和理解公司财务报表，就能够在本有可能赔上一大笔钱的时候避开潜在的定时炸弹。史密斯如今在伦敦被视为这一领域的头号分析家，他的观点对于任何有关的投资者都是无价之宝，他们应当用史密斯的会计学危险信号对照检查投资组合中每一项持有资产。

《异常大众妄想与群体疯狂》——查尔斯·麦凯(*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Growds*, by Charles Mackay)

此书再次证明了“没有什么比重蹈覆辙更愚蠢”这句名言。这本常年畅销书解释了市场估价如何剧烈偏离实际价值，而这正是伟大的投资者赚钱最多的时候。它更为注重心理，而不是分析。亨利·福特也许不会同意这本书的观点，但对于任何一个不想在投资市场上重蹈覆辙的人，这是一本必读之书。

《骗子的扑克牌游戏》——麦克·路易斯(*Liars Poker*, by Michael Lewis)

此书并非货真价实的投资指导，但使金融界里的每一个人回味无穷。路易斯对交易商生活半虚构式地描述具有现实的一面，揭示了许多无情的事实。比如基金客户很容易就从基金中被排挤出去，而中间商只关注计算佣金。每个投资者都应从他们的字典中划掉“批量生产”这个词。而一旦你欣赏这种交易心态，上了当就没有什么借口。此书具有欣赏性和教育性。

《征服华尔街》——彼得·林奇(*One up on Wall Street*, by Peter Lynch)

如果一个人能像前麦哲伦基金经理彼得·林奇一样精明能干和事业有成，那么他写的书就值得一读。林奇能够超越职业界限，用每个投资者都能理解的语言解释他的投资方法。他还对如何应用他的方法提供了实际建议。如果说本书有什么缺点的话，那也许就是将投资过分简化了。如果投资真的这么容易，我们就都能和彼得·林奇做得一样好了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《金融炼金术》——乔治·索罗斯(*The Alchemy of Finance*, by George Soros)

索罗斯是一个魅力超凡的人，他既是政治家，又是哲学家和慈善家。这使得他成为一个复杂的人，而《金融炼金术》也就成为多少有些复杂的一本书。它将投资战略与对影响市场的全球趋势的分析交织在一起。当然，众所周知，索罗斯是一个能够控制货币的人；至少，只要有人能做到的事情，他就也能做到。此书读来引人入胜，但如果没有铁石般的心肠、非同一般的直觉以及有大笔资金可供调度，要发现此书能提供何种实际帮助非常难。

《1929年股市大崩盘》——J. K. 加尔布雷斯(*The Great Crash*, by J. K. Galbraith)

《1929年股市大崩盘》深深地镌刻在金融市场集体意识及其记忆当中，不管写的确切与否，如今仍能够打动市场。书中所描写的曾经发生过的故事创造出一种引人入胜的阅读享受，其中的角色则提供了投资操作的客观目标。也许对于新兴市场投资者而言，这是一本有意义的读物。我们当中那些局限于成熟市场的人也许还会再次经历类似的灾难。有人指出，日本在20世纪80年代晚期已经接近于一次股市大灾难的翻版。

《股市大亨》——约翰·特雷恩(*The Money Masters*, by John Train)

约翰·特雷恩是一个真正多才多艺的人，也是当代投资行业最重要的人物之一。他自身就并非一般的投资经理人，但更以描写这一行业中其他的伟大人物而著称，其中许多人是他的好友。他也固定地为《金融时报》写稿。《股市大亨》描绘了20世纪80年代一些伟大的投资家，包括索罗斯、林奇、斯坦哈特、罗杰斯和内夫。问世15年后，这本书仍然毫不逊色，而且书中这些成功实践者的故事包括了无数实际的建议。特雷恩也是一名出色的作家。后续作品《新股市大亨》是关于同一主题的另一部好书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《大国的兴衰》——保罗·肯尼迪（*The Rise and Fall of the Great Powers*, by Paul Kennedy）

始终牢记大局是很有用的。肯尼迪在跟踪各国兴衰的同时描绘了社会政治和经济周期的长期趋势。国家的领先总是暂时的，这是某种必然。在一个大多数人以分钟来衡量市场的时代，这种长期观点提供了一种有用的平衡，并暗示了关于全球分散化的重要投资观点。

《国富论》——亚当·斯密（*The Wealth of Nations*, by Adam Smith）

另一本老书，但也是好书。如今，一些简单道理的力量已经迷失在推动 20 世纪 90 年代金融市场的数据集束和技术扩散当中。斯密如今被奉为自由贸易之父和比较优势理论的头号先知。书中那个用葡萄牙波尔多葡萄酒交换英国布匹的例子易于记住，而我总是感觉在这件交易中英国占了便宜。举着酒杯阅读此书，其中的一些语言更容易被消化。如果市场永不背离创造财富的真正方式，那就有必要重温一些最基本的原理。来自一位真正自由主义者的智慧之语如今和它们在 1776 年一样具有现实意义，甚至更有意义。

《终极风险》——亚当·拉斐尔（*Ultimate Risk*, by Adam Raphael）

如果你不清楚英国保险市场近年发生的风波，那就说明你最近十年当中一直不太清醒。此书作者与三家遭受打击最大的保险公司都有关系，因此得以用亲身经历揭示了保险市场风险失控的后果。作者在揭示所发生的事情时，很大程度上采用了谨慎的说法。也许只有那些没有受到保险市场风波影响的人可以欣赏这本书。其中包含了无数的教训，发人深省。比如，“世界上从来就没有免费的午餐或免费邀请打高尔夫”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与大师一起投资！



本书介绍了12位国际知名的投资大师，这些人物在国际投资界无人不知，无人不晓。如果说乔治·索罗斯因1997年金融风暴而一举成名，那么，这些投资大师就是默默耕耘的典范。在全球各个投资领域中，他们都有堪称经典的投资佳绩。而他们的优秀业绩和成功经历，也不断吸引着一代又一代的投资人投身于金融浪潮之中，并将这些伟大人物引为自己的导师和偶像。

而本书的经典之处，除了让我们得以一睹这些大师的风范之外，更重要的还在于传达了这些大师们的投资思想和技巧。这使得我们能够站在他们的肩膀上，与他们一同前进。也许，将来的某一天，我们会因此成为这些卓越人物中的一员。从而使我们能像他们一样，在世界金融市场中纵横捭阖，看着数以万亿计的资金在我们的手中流进流出。

如今，中国的资本市场与过去相比，已经发生了翻天覆地的变化。投资已经成为每个普通国人都需要注意的一个方面。如何管理自己的存款，如何让自己在有生之年获得更多的财富，如何在股票、基金，乃至其他金融市场上得到良好的收益。所有这些都是我们需要时时考虑，并慎重对待的课题。而本书所提供的投资思想和投资技巧，必将可以使我们触类旁通，在投资时犯下更少的错误，而得到更好的收益。

我们相信，与大师一起，是获得伟大结果的捷径。而与大师一起投资，则是获得更多财富的妙法。为此，我们热切盼望，本书所介绍的12位巅峰投资家都能成为大家效仿的榜样和楷模。

http://www.cctpbook.com



中央编译出版社

ISBN 7-80109-897-8/F·123
定价：45.00元